

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC
Centro Sócio Econômico
Departamento de Ciências Econômicas

**UMA ANÁLISE DA ABERTURA FINANCEIRA A PARTIR DA
PARIDADE DESCOBERTA DE JUROS E DOS FLUXOS DE
INVESTIMENTOS EXTERNOS**

FABIO DANDOLINI IMHOF

FLORIANÓPOLIS
2012

FABIO DANDOLINI IMHOF

**UMA ANÁLISE DA ABERTURA FINANCEIRA A PARTIR DA
PARIDADE DESCOBERTA DE JUROS E DOS FLUXOS DE
INVESTIMENTOS EXTERNOS**

Monografia apresentada ao Departamento de
Economia da Universidade Federal de Santa
Catarina como requisito parcial à obtenção do
grau de Bacharel em Ciências econômicas
Professor Orientador: Prof. Dr. Fernando Seabra

**FLORIANÓPOLIS
2012**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

FABIO DANDOLINI IMHOF

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 8,5 ao estudante Fabio Dandolini Imhof na disciplina CNM 5420 – Monografia, do curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Fernando Seabra, Dr.
Orientador

Prof. Arlei Luiz Fachinello, Dr.

Prof. Eraldo Sérgio Barbosa da Silva, Dr.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer primeiramente e principalmente meus pais, Armando e Lúcia, que bancaram toda a minha estadia aqui em Florianópolis e facilitaram minha vida de todas as maneiras possíveis. Aos meus pais, meus sinceros agradecimentos. Sem eles nada disso seria possível.

Gostaria também de agradecer minha tia Helena e meu tio Rubens, que me encorajaram a estudar em uma universidade federal e ajudaram a convencer meus pais a me deixarem ir. Muito obrigado.

Agradeço também a meus primos Fernando, Giselli e Mariana, pelo apoio oferecido. Principalmente agradeço à Mariana, que me ensinou a me virar dentro de um campus universitário que parece tão gigante aos olhos de um calouro. Muito obrigado.

Também gostaria de agradecer a todos os amigos e colegas que conheci durante esses anos e que ajudaram nessa caminhada.

Por último, agradeço ao meu orientador, Professor Doutor Fernando Seabra, pela paciência e ajuda oferecida. Muito obrigado.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS	3
LISTA DE TABELAS	4
LISTA DE SIGLAS	5
RESUMO	6
1 INTRODUÇÃO	7
1.2 Problema	8
1.3 OBJETIVOS	9
1.3.1 Objetivo Geral	9
1.3.2 Objetivos Específicos	9
1.4 METODOLOGIA	10
CAPÍTULO 2	11
2 A Abertura dos Mercados Financeiros: Um histórico	11
2.1 O Sistema de Bretton Woods	13
2.1.2 O Colapso do Sistema	14
2.2 Acordos de Basiléia I e II	15
CAPÍTULO 3	20
3 O Processo de Liberalização e Desregulamentação Financeira no Âmbito do Sistema Financeiro Internacional	20
3.1 Os Efeitos da Remoção dos Controles Sobre o Movimento de Capitais e o Diferencial de Juros	22
3.2 Efeito contágio: Efeito Sistemático e Não Sistemático	25
3.3 Medidas de Liberalização Financeira	26
3.3.1 Paridade Coberta da Taxa de Juros	26
3.3.2 Paridade Descoberta da Taxa de Juros	28
3.3.2.1 O princípio de Perfect Foresight	31
3.3.2.2 Desvio Padrão da Paridade de Juros	31
3.4 Abertura ao Investimento Direto Externo (IDE) e ao Investimento de Portfólio Externo (IPE)	32
CAPÍTULO 4	35
4 Paridade de juros, abertura financeira e retorno das bolsas: Estudo de caso	35
4.1 Grau de abertura econômica baseado na relação do IDE e IPE com o PIB	35
4.2 Paridade Descoberta de Juros	39
4.3 Comparação da Paridade Descoberta de Juros com o retorno das bolsas mundiais	43

5 Considerações Finais	47
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	49
ANEXO	51

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Evolução da participação do IDE e IPE no PIB do EUA	36
Figura 2 – Evolução da participação do IDE e IPE no PIB da Alemanha.....	36
Figura 3 – Evolução da participação do IDE e IPE no PIB da Coreia do Sul.....	37
Figura 4 – Evolução da participação do IDE e IPE no PIB da Rússia.....	38
Figura 5 – Evolução da participação do IDE e IPE no PIB do Brasil.....	39
Figura 6 – Variação Paridade Descoberta de Juros Alemanha/EUA.....	40
Figura 7 – Variação Paridade Descoberta de Juros Coreia do Sul/EUA.....	41
Figura 8 – Variação Paridade Descoberta de Juros Rússia/EUA.....	41
Figura 9 – Variação Paridade Descoberta de Juros Brasil/EUA.....	42
Figura 10 – Correlação da variação percentual DAX / PDJ AI/EUA.....	44
Figura 11 – Correlação da variação percentual KOSPI/ PDJ AI/EUA.....	44
Figura 12 – Correlação da variação percentual RTS / PDJ AI/EUA.....	45
Figura 13 – Correlação da variação percentual IBOVESPA/ PDJ AI/EUA.....	45

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – PIB, Influxo IDE (módulo), Influxo IPE (módulo) - Brasil, EUA, Alemanha, Rússia e Coreia do Sul - Jan. 2000 / Dez. 2011.....	52
Tabela 2 – Juros mensal Brasil, EUA, Rússia, Coreia do Sul, Alemanha - Jan.2000 / Dez. 2011.....	54
Tabela 3 - Taxa de Cambio corrente do Real, Euro , Won, Rublo em relação ao dólar - Jan. 2000 / Dez. 2011.....	58
Tabela 4 – Variação Cambial % em relação ao dólar, do Real, Euro, Won, Rublo, de Jan. 2000 / Dez. 2011.....	62
Tabela 5 – Paridade Descoberta de Juros BR/EUA, AL/EUA, COR/EUA, RUS/EUA, de Jan. 2000 / Dez.2011.....	66
Tabela 6 – Retornos das Bolsas Brasil, Alemanha, Coreia do Sul, Rússia, de Jan. 2000 / Dez. 2011.....	70

LISTA DE SIGLAS

EUA – Estados Unidos da América.

FMI – Fundo Monetário Internacional.

IDE – Investimento Direto Externo.

IFS – *International Financial Statistics*.

IPE – Investimento de Portfólio Externo.

PCJ – Paridade Coberta de Juros.

PDJ – Paridade Descoberta de Juros.

RESUMO

Este trabalho de conclusão de curso procura verificar a hipótese de integração financeira entre os mercados financeiros da Alemanha, do Brasil, da Rússia e da Coreia do Sul com relação aos EUA e o resto do mundo durante o período de janeiro de 2000 a dezembro de 2011 com base na avaliação da Paridade Descoberta de Juros e abertura ao capital estrangeiro. Baseado na revisão teórica procura-se estabelecer uma relação entre integração financeira e a Condição da Paridade Internacional de Juros, também é destacado a relação entre a entrada de capitais estrangeiros com a abertura financeira na economia. Revisa-se também de forma breve, o conjunto de transformações que sofreu o Sistema Financeiro Internacional ao longo das últimas décadas, principalmente após o fim do sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods no início dos anos 1970. Destaca-se que a partir de então os mercados financeiros passaram a mostrar-se mais integrados e internacionalizados e tornou-se uma tendência adotada por quase todos os países o processo de liberalização e desregulamentação das atividades financeiras. Na medida que vários controles que haviam sido impostos com o objetivo de dar estabilidade ao sistema de câmbio fixo passaram a ser desnecessários, uma vez que as taxas de câmbio passaram a flutuar livremente, este processo acabou ganhando força. Tendência de liberalização financeira seguida nos últimos anos pelos países analisados neste estudo. Para a verificação da hipótese de integração financeira, o procedimento consistirá na observação da variação exercida pela PDJ a fim de determinar o quão perto da equivalência estão as taxas de juros dos países. Também será observado a correlação da variação da PDJ com a variação das bolsas mundiais a fim de verificar a sua relação.

Palavras-chave: Finanças Internacionais, Integração Financeira, Paridade Internacional de Juros.

1 INTRODUÇÃO

A expansão dos mercados financeiros é o resultado da liberalização dos fluxos internacionais de capital, da desregulamentação dos mercados, da revolução na tecnologia da informação e das inovações financeiras (Roberts, 2000).

Essa nova estruturação do comércio mundial com a subsequente dinamização dos processos financeiros se torna decisiva para as transações comerciais mundiais e consolida a necessidade de instrumentos financeiros de alcance global.

Observa-se que a nova ordem financeira internacional ao final da década de 90, predominante na América Latina é o posicionamento que defende a implementação de políticas que aprofundem a desregulamentação dos sistemas financeiros domésticos — redução dos mecanismos de direcionamento compulsório de créditos e das restrições para determinadas operações — e a amplitude da integração com o mercado financeiro internacional, mediante um aperfeiçoamento das regras de supervisão financeira, dos instrumentos de administração de risco das próprias instituições e das exigências de capitais mínimos. Esse posicionamento pode ser confirmado através dos preceitos estabelecidos pelos Acordos de Basiléia (Cintra, 2000).

A atração de capital através de investimento direto externo (IDE), na forma de empresas multinacionais, fez com que as autoridades monetárias se preocupassem com a regulação dos mecanismos de intermediação financeira, à medida que o investimento em instalações produtivas se tornaria mais viável no caso de países com sistemas financeiros integrados ao mercado internacional. Essas instituições, reformadas e financeiramente integradas ao mercado internacional, teriam o intuito de evitar riscos envolvendo perdas monetárias no âmbito nacional. A quebra de importantes bancos internacionais fez com que surgissem alguns acordos multilaterais visando esse maior e melhor controle do setor bancário a nível mundial.

A tendência em aprofundar a associação dos capitais domésticos com os mercados financeiros internacionais é cada vez mais evidente em todas as economias. O recente incentivo à maior integração financeira e o vasto processo de desregulamentação a partir dos anos 90, que, por intermédio das autoridades monetárias, adotaram políticas e medidas de incentivo aos influxos externos de capital, como por exemplo, a intervenção em variáveis

macroeconômicas domésticas, fez com que países mais desenvolvidos procurassem maior eficiência e lucros em países emergentes.

Entretanto, deve-se notar que fluxos significativos de capitais internacionais, em especial de portfólio, podem ser relacionados a grandes crises cambiais, já que o capital estrangeiro de curto prazo será atraído por altas taxas de juros e moedas desvalorizadas. No Brasil, a liberalização comercial em virtude ao início do Mercosul e a abertura financeira, ambas a partir do início dos anos 90, além da estabilidade monetária após o Plano Real, propiciaram o aumento de investidores estrangeiros interessados em investir no país, existindo, portanto, um aumento expressivo do fluxo de capital externo no mercado doméstico.

1.2 Problema

Baseado no que foi exposto anteriormente, fica explícita a necessidade de uma quantificação formal dos efeitos do processo de liberalização ocorrida nos mercados financeiros internacionais nas últimas décadas. Isto pode ser realizado ao verificar-se o quanto este processo proporcionou uma maior integração financeira entre os mercados.

Em termos teóricos, em um ambiente de maior liberdade aos movimentos dos fluxos internacionais de capitais, a taxa de juros doméstica tende a apresentar-se mais sensível a variações nas taxas de juros internacionais. Neste sentido torna-se importante à utilização de modelos de economia aberta, que venham a incorporar em termos analíticos as taxas de juros internacionais, ganhando importância o estudo da Paridade Internacional de Juros, que pode ser utilizada segundo Sachsida *et alli* (1999) como medida na questão de mobilidade de capitais, e conseqüentemente de integração financeira. Também podemos utilizar como medida de integração financeira a abertura das fronteiras de um país e quanto ele é receptivo a capitais estrangeiros.

Posto isso, o problema de pesquisa diz respeito à análise da abertura e dos efeitos da liberalização financeira sobre os países como a Alemanha, Brasil, Rússia e Coreia do Sul, procurando-se quantificar o quanto estes países estão inseridos neste processo de maior integração financeira observado nos últimos anos. A escolha desses países decorre do fato de que queríamos abranger grande parte de tipos de economias, das mais desenvolvidas como a Alemanha, seguindo da Coreia do Sul e chegando a países menos desenvolvidos financeiramente como o Brasil e a Rússia.

1. 3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Analisar a hipótese de integração financeira no caso da Alemanha, Brasil, Rússia e Coreia do Sul com relação aos Estados Unidos, no período de janeiro de 2000 a dezembro de 2011, com base na condição da Paridade Descoberta de Juros e abertura à capital externo.

1.3.2 Objetivos Específicos

Para que se atinja ao objetivo geral, será necessário, também, atingir aos seguintes objetivos específicos:

- Demonstrar através do calculo da Paridade Descoberta de Juros se existem maiores retornos em determinadas economias quando levamos em consideração a taxa de câmbio.
- Verificar através de series de dados históricos a evolução a participação de capital internacional dentro das economias, seja como investimento direto ou de portfólio.
- Analisar a relação entre o retorno obtido nas bolsas com a Paridade de Juros a fim de determinar sua correlação.

1.4 METODOLOGIA

Os procedimentos metodológicos deste trabalho consistem em uma abordagem qualitativa e principalmente quantitativa, do tipo descritivo, com o objetivo de tornar clara a conceituação

Na questão dos procedimentos metodológicos do estudo, deve-se explicitar de modo preliminar quais serão os recursos analíticos que serão utilizados para atingir-se os objetivos geral e específico (Alonso, 1998). Neste sentido, e dado o caráter empírico deste estudo, a natureza deste será uma pesquisa quantitativa através da análise de séries temporais, baseada no modelo da Paridade Descoberta de Juros. Para a aplicação do modelo serão utilizados dados referentes à taxa de juros e de câmbio correntes, para os países em estudo, sendo os dados colhidos junto ao *International Financial Statistics* do Fundo Monetário Internacional. Os dados referentes às bolsas deverão ser obtidos de fontes ligadas ao controle e manutenção dos mercados financeiros de cada país e os índices devem todos ser dolarizados para melhor comparação, os dados referentes ao Investimento direto Externo e Investimento de Portfólio Externo são coletados do site do Banco Mundial. Em todos os dados cuja frequência seja mensal deverá ser aplicado uma média móvel de 3 meses com o intuito de suavizar as series temporais.

Deverão ser utilizadas técnicas estatísticas como médias, desvios padrões e correlações a fim de alcançar os objetivos previstos. Ainda com vistas a atender os objetivos geral e específico, o estudo será baseado em pesquisa bibliográfica através de livros, revistas, artigos científicos e revistas especializadas.

CAPÍTULO 2

2 A Abertura dos Mercados Financeiros: Um histórico

Com o crescente processo de integração e liberalização, além da notável evolução dos mercados financeiros, começa uma remoção dos controles sobre movimentos financeiros internacionais. A busca por taxas de retorno mais vantajosas se torna relevante nesse processo e há um aumento no fluxo de capitais externos entre os diferentes países espalhados no globo.

Segundo Furtado (2005), a abertura dos mercados financeiros nos países centrais iniciou ao final da década de 50, com o objetivo de eliminar as restrições sobre os fluxos de capitais externos. Até então, os países centrais e periféricos mantinham um grande controle sobre esses fluxos, sendo este um dos pilares básicos do sistema de Bretton Woods.

A abertura financeira, caracterizada por baixo controle sobre a entrada de capital externo e entrada de instituições financeiras estrangeiras através da aquisição de controle acionário sobre instituições nacionais ou instalação de subsidiárias iniciou-se nos anos 1980 (Freitas 8c. Prates, 2001, *apud*, Furtado, 2005). Basicamente, a abertura financeira é caracterizada como:

"Pode-se entender essa abertura como o aumento da facilidade com que o residentes de um país podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e os não-residentes podem operar nos mercados financeiros domésticos" (Painceira e Carcanholo, 2002, p.2).

Segundo Blanchard (2001), a atual abertura dos mercados financeiros permite que os investidores detenham tanto ativos internos quanto estrangeiros, diversificando, assim, suas carteiras, e que possam especular com as variações das taxas de câmbio e de juros domésticas e estrangeiras e assim por diante. Como a compra e a venda implicam, como parte da operação, a compra e a venda de moeda estrangeira, a amplitude das transações nos mercados de câmbio dá uma ideia da importância das transações financeiras internacionais. De acordo com o autor, em 1997, o volume diário das transações de câmbio no mundo era de US\$2,5 trilhões, dos quais cerca de 80% - aproximadamente US\$2 trilhões — envolvia dólares em uma das pontas das transações. Economistas importantes como Blanchard (2001) ressaltam a relevância da abertura dos mercados financeiros:

"Para um país como um todo, a abertura dos mercados financeiros tem outra implicação importante. Ela permite que os países tenham superávits e déficits comerciais. Lembre-se de que o país que tem deficit comercial compra mais do que vende do resto do mundo. Tem, assim, de tomar emprestado para cobrir a diferença. Ele faz isso ao incentivar os investidores estrangeiros a aumentarem suas aquisições de ativos internos, o que, na verdade, corresponde a emprestar ao país." (BLANCHARD, 2001, p.385)

De acordo com Paineira e Carcanholo (2002), justifica-se a abertura financeira pelas hipotéticas benesses trazidas pela livre mobilidade de capitais, afirmando que ela aperfeiçoaria a intermediação financeira global entre poupadores e investidores, permitindo a canalização da poupança externa para países com insuficiências de capital. Isto ajudaria também no financiamento compensatório de problemas de balanço de pagamentos e, portanto, no ajuste da demanda doméstica de quem os sofresse. Uma outra justificativa apresentada é o aumento da eficiência dos sistemas financeiros domésticos, dado pela concorrência entre agentes residentes e não-residentes, e, possivelmente, do mercado financeiro internacional. A abertura financeira também aumentaria a possibilidade de minimização dos riscos por parte dos investidores, domésticos e externos, em virtude da diversificação de posse de ativos que ela permite. Segundo a vertente hegemônica, justifica-se ainda a abertura ao livre movimento de capitais porque ela leva à perda de autonomia de política econômica, o que, para os países que a implementarem, seria salutar, já que isto reduziria o risco de políticas inadequadas ao novo contexto de globalização financeira. Por outro lado, isto possibilitaria uma maior uniformização (homogeneização) das políticas econômicas.

Entretanto, Paineira e Carcanholo (2002) colocam que em uma economia totalmente desregulamentada e liberalizada não traria os resultados decantados, pois existem imperfeições de mercado, o que demandaria a presença do Estado para regular essas imperfeições.

Quanto aos mercados financeiros, a fragilidade financeira, característica das economias que enfrentam crises financeiras e/ou cambiais, teria origem no caráter incompleto das informações relevantes que os agentes utilizam para tomar suas decisões nos mercados financeiros, e não em algo intrínseco à própria natureza destes mercados. Dessa forma, embora a abertura financeira do mercado doméstico seja importante, as imperfeições relativas às informações assimétricas inerentes aos mercados financeiros exigiriam a intervenção

estatal, composta por uma supervisão das instituições financeiras, uma regulação preventiva e por um comportamento mais cuidadoso e seletivo do prestador de última instância (Painceira e Carcanholo, 2002).

2.1 O Sistema de Bretton Woods.

Bretton Woods foi uma conferência em que participaram 45 países em New Hampshire nos Estados Unidos (EUA) em julho de 1944, onde se desenhou o arranjo financeiro para o período do pós-guerra. Um dos seus principais objetivos era estabelecer um novo padrão financeiro em nível internacional que fosse capaz de evitar depressões, como a verificada nos anos 1930 e ainda prover prosperidade e crescimento econômico (Roberts, 2000). Com o final da guerra era necessário estabelecer uma nova ordem no Sistema Internacional, em face do caos estabelecido e do forte protecionismo que existia (Sant'ana, 1997). Havia desconfiança quanto ao papel que desempenhara as finanças internacionais na ocorrência da Grande Depressão, e procurou-se então criar um ambiente de maior estabilidade nas taxas de câmbio (Roberts, 2000). As principais medidas acordadas na ocasião compreenderam além da criação de mecanismos para lidar com os desequilíbrios externos dos países participantes, compreenderam também a criação de mecanismos que fossem capazes de efetuar a provisão da liquidez e financiamento para o desenvolvimento econômico, através da criação de um forte aparato institucional. Neste sentido foram criadas instituições como o Banco Mundial (BM) e o Fundo Monetário Internacional (FMI) e no âmbito do comércio mundial a solução encontrada foi o Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT), que veio a dar suporte às questões relativas a regulamentação do comércio em nível internacional (Gonçalves *et alli*, 1998). Era forte a lembrança dos eventos econômicos desastrosos do período entre guerras. Procurou-se então planejar um Sistema Monetário Internacional, que fosse capaz de levar as economias ao pleno emprego e à estabilidade de preços (Krugman e Obstfeld, 2001).

Além da criação deste aparato institucional estabeleceu-se em Bretton Woods, um sistema de taxas de câmbio fixas, atribuindo-se às demais moedas uma paridade central com relação ao dólar norte-americano que passou a ser conversível em ouro a uma taxa fixa, mantendo-se como base para as paridades das demais moedas. (Sant'ana, 1997). Mesmo sendo fixas, as taxas de câmbio eram ajustáveis, podendo as moedas flutuar dentro de uma banda de até 1% para cima, ou para baixo da paridade central (Roberts, 2000).

2.1.2 O Colapso do Sistema

Nos anos de 1960 os EUA passaram a enfrentar um forte déficit em seu Balanço de Pagamentos (BP), causado principalmente pelas elevadas despesas decorrentes da guerra do Vietnã, também pelo envio de dólares para o financiamento da expansão das multinacionais no exterior e ainda pelos empréstimos externos (Roberts, 2000). Com a elevação no déficit externo, a saída de ouro dos EUA provocou redução no seu estoque, pois alguns países europeus utilizavam seus superávits em dólares para adquirir ouro. A partir de então elevou-se a desconfiança sobre o dólar como reserva de valor e surgiram dúvidas quanto a possibilidade e também desejo dos EUA manter a conversibilidade do dólar em ouro a uma taxa fixa (Sant'ana, 1997). Outro fator de grande importância para esta elevada desconfiança, foi o fato de que a partir dos anos 1960, os EUA passaram a financiar seus déficits públicos com emissão de moeda, gerando um excesso de liquidez internacional, alimentando o processo especulativo, levando a uma forte turbulência nos mercados (Sant'ana, 1997).

Em 1962, já preocupado com a forte deterioração em sua Balança de Pagamentos, juntamente com outros países, os EUA criaram o Acordo Geral de Empréstimos (GAB) com vistas a dar suporte ao FMI através de fundos adicionais para dar sustentação ao dólar caso viesse a sofrer ataques especulativos. Em 1964, criou-se também nos EUA, o Imposto para Equalização dos Juros impondo restrições aos europeus para tomada de empréstimos nos mercados de capitais americanos, porém a saída de capitais continuou através de outros canais, levando a imposição de novos controles, limitando empréstimos ao exterior por parte dos bancos americanos e também investimentos externos feitos pelas empresas americanas (Roberts, 2000).

Este conjunto de controles impostos pelos EUA foi um dos principais estímulos ao crescimento dos Euromercados (principalmente Londres, Luxemburgo e Suíça). A reação das Empresas Multinacionais americanas aos controles impostos foi depositar seus fundos no exterior, nos Euromercados, e utilizando-se destes para satisfazer suas necessidades de financiamento. Aliado a isto, a norma estabelecida nos EUA que impunha teto às taxas de juros pagas sobre depósitos bancários, também foi um fator que impulsionou o mercado de euromoedas, pois nestes mercados as taxas de juros pagas eram maiores e quase não existiam regulamentações. Desta forma, os bancos americanos abriram filiais na Europa buscando atender seus clientes multinacionais, bem como arrecadar recursos junto aos mercados de euromoedas (Roberts, 2000).

No final da década de 1960, moedas como o franco francês e a libra esterlina sofreram forte desvalorização, lembrando aos mercados que as taxas de câmbio eram fixas, porém ajustáveis (Roberts, 2000). No final de 1967 o dólar sofreu uma forte onda especulativa, sendo a paridade mantida ao custo de grande perda de reservas internacionais por parte dos países que compunham o chamado “Pool do Ouro” (Sant’ana, 1997).

O déficit no BP dos EUA continuou a aumentar, tornando-se claro de que o dólar estava sobrevalorizado, sendo registrado em abril de 1971, déficit na balança comercial americana pela primeira vez no século XX. Elevou-se com isto a expectativa de desvalorização, sendo já o prenúncio do forte ataque especulativo ao dólar que levou ao abandono da conversibilidade em ouro em agosto de 1971 (Roberts, 2000).

De fato os dólares já não eram conversíveis desde 1968, e quando o Presidente Nixon dos EUA anunciou o fim da conversibilidade em 1971, o dólar passou a flutuar livremente nos mercados de câmbio internacionais, bem como as demais moedas. Assim, de fato e de direito o dólar não era mais conversível e as taxas de câmbio fixas não existiam mais, anunciando o fim do Sistema de Bretton Woods (Sant’ana, 1997).

Em busca de tentar salvar o sistema, em dezembro de 1971 elaborou-se um acordo que ficou conhecido como Acordo Smithsonian, onde se concordou em elevar-se o preço da onça do ouro e também alargar as bandas de flutuação que passaram a ser de 2,5% para cima ou para baixo da paridade central. Porém, o acordo não produziu os efeitos desejados e a Balança de Pagamentos americana continuou a enfrentar elevado déficit (Roberts, 2000). Entre 1972 e 1973 várias moedas passaram a desvalorizar-se, sendo o ouro novamente valorizado em março de 1973, e as moedas deixadas a flutuar livremente nos mercados (Sant’ana, 1997). Encerrava-se assim, de forma definitiva o Sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods.

2.2 Acordos de Basiléia I e II

Diante do crescente processo de desregulamentação dos mercados e globalização financeira, onde o dinamismo do comércio internacional é vital para as economias, ao passo que é ardiloso, faz-se necessário que as autoridades financeiras se preocupem com o sistema bancário internacional, visto que tem participação fundamental em todo esse processo.

Medidas multilaterais de regulação e o estabelecimento de padrões rigorosos de prudência se tornaram viáveis através dos Acordos da Basiléia. Roberts (2000) observa que a relação entre o montante de capital de um banco e o montante de seus empréstimos desempenha importante papel na salvaguarda da solvência bancária e na proteção aos depositantes. Durante muitos anos os países tinham leis que estipulavam níveis prudentes de capital para os bancos, mas a expansão do comércio mundial que fez com que o número de multinacionais de bancos se elevasse significativamente, minando assim, a confiabilidade dos coeficientes nacionais de adequação de capital como salvaguarda. Dessa forma, tem-se registrado uma tendência das filiais no exterior operarem com níveis mais elevados de empréstimos do que suas matrizes.

A decorrente quebra de grandes bancos na década de 70 alertou as autoridades financeiras para a necessidade de induzir os bancos espalhados pelo globo a possuírem um sistema de informação na área de risco.

"Diante das novas pressões de mercado e dos episódios da quebra do Bankhaus I.D. Herstatt e do Franklin National Bank ocorridos na década de 70, tomou-se eminente à necessidade de induzir todos os bancos em nível global a possuírem um sistema de informação na área de risco que lhes permitisse gerir o risco eficazmente. Assim, a entidade responsável por essa função em nível mundial — o Banco de Compensações Internacionais, ou, Bank of International Settlements (BIS), formulou uma proposta para definir um acordo de capitais apoiado em bases que permitem que bancos e supervisores avaliem corretamente os vários riscos que o banco enfrenta". (FURTADO, 2005, p.21)

Segundo Roberts (2000), as autoridades financeiras preocupadas com o problema de adequação de capital foram levadas a criar os Tratados de Basiléia de 1975 e 1983, denominados assim em função do local da sede do Banco para Compensações Internacionais, que desempenhou papel fundamental em sua negociação. As autoridades financeiras concordaram que, em caso de uma crise de solvência de um banco internacional, o banco central do país em que se localizasse sua matriz deveria agir como avalista de última instância. Criado em 1974 e instituído em 1975 pelo Comitê de Governadores dos Bancos Centrais dos países membros do G-10 (grupo dos 10 países mais desenvolvidos), o Comitê da Basiléia instituiu regras e práticas de controle das operações bancárias visando proteger e reforçar a estabilidade financeira a nível internacional (Roberts 2000, *apud*, Furtado 2005).

Para Furtado (2005), o novo Acordo de Adequação de Capital da Basiléia, instituído em 1988 representaria uma tentativa por parte dos bancos centrais e autoridades financeiras dos países membros do G-10, para definir mecanismos e objetivos de supervisão dos sistemas financeiros nacionais, com foco no sistema bancário. Esse acordo previa a harmonização internacional das regulamentações relativas. A adequação de capital dos bancos internacionais e o principal objetivo era fortalecer as transações bancárias e a estabilidade do sistema financeiro internacional, além de reduzir uma fonte de desigualdade competitiva entre os bancos internacionais.

De acordo com Sandroni (2005), o Acordo da Basileia firmado em 1988, continha dispositivos mais abrangentes do que os estabelecidos entre 1975 e 1983 nos chamados Tratados de Basiléia. Sendo o objetivo principal do acordo, a fixação de critérios e definições claras e aceitas por todos os signatários sobre a definição de capital bancário e o cálculo do nível de risco dos ativos de um banco.

O processo de intensa concorrência, natural em um processo de crescente globalização, induziu os bancos internacionais a reduzir níveis de reservas de capital, com intuito de ampliar suas parcelas de mercado. O acordo da Basiléia I foi um marco não apenas no sentido de regularizar as atividades bancárias, mas principalmente, pela diferenciação dos tipos de ativos por risco (Canuto, 2002, *apud*, Furtado, 2005).

O risco operacional passou a ser medido pelo tipo de aplicações feitas com o capital administrado pelos bancos e não mais sobre o volume de recursos captados por terceiros. Esta foi uma mudança significativa em relação às regras vigentes até a adoção do Acordo da Basiléia (Furtado, 2005).

Mesmo com os controles impostos pelo Acordo da Basiléia, fraudes no cenário econômico ocorreram, desencadeando a necessidade de revisão das regras do acordo.

"A necessidade urgente de um sistema mais abrangente e rigoroso de regulação dos negócios bancários internacionais foi demonstrada pelo colapso do Bank of Credit and Commerce International (BCCI), em 1991. Registrado em Luxemburgo e sediado em Londres, com atividades em centros financeiros de todo o mundo, o BCCI estava estruturado de forma a tornar impossível a qualquer autoridade reguladora nacional investigar o quadro completo de suas atividades. Seu colapso e a imediata revelação de fraudes de grande extensão foram um dos fatores a impulsionar a

implantação completa do Acordo de Basileia, em 1992". (Roberts, 2000, p.74)

Entretanto, de acordo com Roberts (2000), o acordo foi criticado por não levar totalmente em conta a qualidade dos riscos assumidos, com o que se exigia o mesmo montante de capital para riscos mais altos e mais baixos. Isto levaria os bancos a assumirem maiores riscos devido à possibilidade de maiores retornos. Esta seria uma das razões para os grandes empréstimos feitos pelos bancos internacionais aos mercados emergentes nos anos 90 e seu fracasso decorrente no verão de 1998. Levando-se em consideração as críticas e últimos acontecimentos, houve uma revisão do Acordo da Basileia que tentou adequar melhor o risco dos empréstimos às exigências de capital por dois meios: utilizando mais intensamente as avaliações de risco das agências de classificação de crédito e por meio dos próprios modelos de gestão de risco já aplicados pelos bancos.

As crises ocorridas na Ásia em 1997 e na Rússia em 1998 fizeram com que o mercado financeiro internacional tomasse uma nova consciência em relação aos riscos aos quais as diversas instituições financeiras estavam expostas, colocando em discussão novas recomendações aos bancos centrais, sugerindo melhorias nos controles de riscos definidas pelo Comitê da Basileia (Ono, 2002, *apud*, Furtado, 2005).

Furtado (2005) coloca que em junho de 1999, o Comitê da Basileia apresentou uma nova proposta para as regras de ponderação de risco do Acordo da Basileia de 1988 que pretendia conter o comportamento irresponsável dos bancos na concessão de empréstimos.

"As principais mudanças estão no fim da padronização generalizada por um enfoque mais flexível, dando ênfase nas metodologias de gerenciamento de risco dos bancos, na supervisão das autoridades bancárias e no fortalecimento da disciplina de mercado. A nova estrutura pretende alinhar a avaliação da adequação de capital mais intimamente aos principais elementos dos riscos bancários e fornecer incentivos aos bancos para aumentar suas capacidades de mensuração e administração dos riscos" (Furtado, 2005, p.65).

O novo acordo seria o aperfeiçoamento do acordo anterior assinado pelos Bancos Centrais de vários países no âmbito do Bank for International Settlements – BIS estabelecendo regras que todos os bancos deveriam acatar. Segundo o autor, o ponto central

do novo acordo é o estabelecimento de um nível mínimo de capital que cada banco deve ter em função do risco de crédito existente em cada país (Sandroni, 2005).

O Acordo da Basileia II é o resultado de intensos e continuados estudos liderados pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia, em conjunto com representantes de bancos centrais e órgãos de fiscalização, pesquisadores, estudiosos, acadêmicos e profissionais do mercado financeiro. Desde sua criação em 1988, o documento foi objeto de vários aprimoramentos, tendo crescido em sofisticação e complexidade, e a divulgação de sua versão final se deu em 26 de junho de 2004 (Carneiro *et al/i*, 2004).

O novo acordo propõe uma nova estrutura para requerimento de capital baseada em três pilares: o primeiro trata dos requerimentos de capitais com base nos riscos de mercado e de crédito; o segundo reforça a capacidade dos supervisores bancários para avaliar e adaptar os requerimentos de capital e as condições individuais das instituições financeiras; e o terceiro atribui a transparência. A divulgação de informações tem um papel importante e no fomento à disciplina de mercado (Carneiro *et al/i*, 2004). A nova estrutura construída a partir da combinação dos três pilares proporcionaria a segurança e solidez do sistema financeiro internacional. Em um mundo altamente dinâmico e complexo, este resultado somente seria possível através da supervisão, disciplina de mercado e efetiva administração interna dos bancos. De acordo com esta visão, a racionalidade do novo acordo apoia-se na necessidade de construir um arcabouço com maior flexibilidade e sensibilidade aos riscos, mais adequado as constantes transformações dos mercados financeiros e das práticas de supervisão e gestão (Furtado, 2005).

CAPÍTULO 3

3 O Processo de Liberalização e Desregulamentação Financeira no Âmbito do Sistema Financeiro Internacional.

Dentre os fenômenos econômicos mais importantes que ocorreram nas últimas décadas destacam-se o conjunto de transformações no Sistema Financeiro Internacional. Observa-se que os mercados financeiros têm se mostrado cada vez mais integrados e internacionalizados, além de que, em grande parte dos países, o tamanho destes mercados tem aumentado de forma significativa, ocorrendo uma forte tendência de corrosão das barreiras entre atividades bancárias e demais atividades de intermediação (Gonçalves *et alli*, 1998).

O colapso do sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods, no início dos anos 1970, teve como principal consequência a elevação da volatilidade cambial, havendo ainda um aumento da instabilidade decorrente do primeiro choque do petróleo. A resposta encontrada por alguns países foi a adoção de políticas monetárias expansionistas, que levaram a uma aceleração do processo inflacionário. Até o final dos anos 1970, ocorreram mais choques, onde se percebeu que as taxas de inflação estavam saindo do controle. Os países desenvolvidos, quase na sua totalidade, reagiram a isto adotando políticas monetárias contracionistas, com forte elevação na taxa de juros. A criação de um ambiente de forte incerteza em termos de aplicações nos mercados financeiros, somadas a instabilidades nas taxas de juros, de câmbio e nos níveis de preços acabaram por criar muitos riscos, tanto para tomadores como aplicadores de recursos (Carvalho *et alli*, 2000).

Iniciou-se desde então um processo de liberalização e desregulamentação das atividades financeiras, que passaram a ser um objetivo bastante perseguido por quase todos os países. Generalizou-se a percepção de que a imposição de controles era indesejável, além de serem ineficaz, dando base para um forte movimento de desregulação do sistema financeiro, sendo reduzidas às restrições as atividades financeiras domésticas e liberalizadas de forma substancial os fluxos internacionais de capitais e ainda a operação doméstica de instituições estrangeiras (Carvalho *et alli*, 2000).

A liberalização dos fluxos de capitais internacionais remonta a retirada das restrições referentes aos movimentos financeiros entre os países, sendo acompanhada por um processo de diminuição das restrições internas referentes às atividades financeiras, a chamada desregulamentação (Roberts, 2000). A desregulamentação é impulsionada entre outros fatores pela busca de uma maior integração dos fluxos de bens e serviços em nível internacional, não sendo a total eliminação das intervenções econômicas, mas a eliminação de medidas que

tenham objetivos de defender espaços privilegiados a agentes econômicos nacionais contra outros agentes do mesmo país, ou ainda estrangeiros (Carvalho *et alli*, 2000).

Dentre os principais argumentos favoráveis a maior liberalização financeira, encontra-se a ideia de que isto poderá contribuir para uma elevação da eficiência alocativa internacional de recursos, através dos mecanismos de arbitragem, sendo os fluxos de capitais, reflexo das expectativas quanto às taxas de retorno. Este movimento em princípio deverá possibilitar uma redução entre o diferencial da remuneração do capital (taxa de juros) entre os países (Gonçalves *et alli*, 1998).

Uma maneira de verificar a eficiência dos controles de capital exercido por um país é verificar o diferencial entre as taxas interna e externa de juros. Caso haja diferença entre as taxas de retorno (por exemplo, a taxa interna, maior que a externa), isto pode indicar que os controles estão impedindo a entrada de capitais. Caso as taxas de retorno internas acompanhem as taxas externas, há indícios de que os mercados financeiros se encontram mais abertos e de que os mecanismos de arbitragem os mantêm de forma alinhada, uma em relação às outras. (Caves *etalli*, 2001).

O resultado da maior liberalização foi o crescimento das atividades relacionadas ao setor financeiro, com grande elevação da liquidez e também do nível concorrencial entre as instituições (Gonçalves *et alli*, 1998).

A maior interação entre sistemas financeiros domésticos e internacionais faz com que se eleve a importância do papel da credibilidade na questão do acesso e do custo do crédito. Caso políticas adotadas por determinado país sejam percebidas como inconsistentes, poderão causar efeitos de forma imediata sobre os custos de captação dos recursos, bem como em uma menor capacidade de determinação das variáveis macroeconômicas e demais políticas. Desta forma, a maior integração financeira poderá impor uma maior disciplina às autoridades fiscais e monetárias e contribuir para um maior esforço no sentido de coordenação e também de supervisão destas políticas (Gonçalves *et alli*, 1998).

Ao longo das últimas décadas, tanto o volume, como a velocidade e o fluxo financeiro aumentaram de forma bastante considerável, superando aos volumes oriundos das atividades comerciais (Gonçalves *et alli*, 1998). Um fator que contribuiu para este processo, de forma concomitante à liberalização e desregulamentação das atividades financeiras, foi a evolução tecnológica, principalmente nas áreas de telecomunicações e computadores.

Elevou-se fortemente a velocidade dos fluxos de informações e finanças em nível internacional, ampliando as possibilidades de investimento e também negócios mundiais (Roberts, 2000), proporcionando uma fantástica redução de custos, principalmente custos operacionais e de transação em escala global (Gonçalves *et alli*, 1998).

A alteração da forma que se efetuam as operações causadas pela inovação tecnológica é um dos principais argumentos favoráveis à desregulamentação financeira, além de perceber-se de que a imposição de regulações em excesso acabavam por limitar o aproveitamento de vantagens competitivas, passou-se também a se perceber que estas regulações passavam a ser inócuas, pois com o processo de inovação tecnológica, estas regulações passaram a ser consternadas, vindo a ser desvirtuados estes limites, dado a contínua criação de canais alternativos (Carvalho *et alli*, 2000).

3.1 Os Efeitos da Remoção dos Controles Sobre o Movimento de Capitais e o Diferencial de Juros

Como visto na seção anterior, um modo de verificar a eficiência dos mecanismos que procuram controlar a entrada ou a saída de capitais, é observar o diferencial de juros entre a taxa interna, e a taxa externa. Viu-se que quando as taxas internas acompanham as taxas externas, isto pode significar que estes países possuem seus mercados de capitais mais abertos, mantendo-se as taxas alinhadas devido aos mecanismos de arbitragem, ou seja, toma-se empréstimos onde as taxas de juros são mais baixas e efetuam-se empréstimos onde elas encontram-se mais elevadas (Caves *et alli*, 2001).

Cabe ainda lembrar que nem sempre mercados com maior liberalização financeira possuem um menor diferencial de juros, devido à existência do prêmio de risco e da expectativa de variação cambial (Caves *et alli*, 2001). Porém, em essência, a manutenção de controles sobre o movimento de capitais permite ainda assim a ampliação do diferencial de juros mesmo na presença de prêmio de risco e expectativa de variação cambial (Cardoso *et alli*, 1998a).

Verifica-se a seguir, o resultado observado em alguns países que mantinham algum tipo de controle sobre a entrada de capitais (Alemanha e Japão), e que mantinham controle

sobre a saída de capitais (Reino Unido e França) sobre o diferencial de juros interno e externo após a liberalização.

Os controles utilizados por países como a Alemanha no início da década de 1970 procuravam desestimular a aquisição de ativos domésticos por parte de residentes estrangeiros, desestimulando, portanto, a entrada de capitais. Dentre as medidas tomadas, o governo alemão proibiu o pagamento de juros sobre grandes depósitos bancários efetuados por não-residentes, também seriam cobradas taxas caso os bancos alemães procurassem efetuar empréstimos junto a não-residentes e ainda foram proibidos a não-residentes a compra de títulos alemães (Caves *et alli*, 2001).

Havia algumas razões para a existência destes controles. A primeira delas era o fato de o governo alemão procurar reduzir o fluxo de capitais para a Alemanha, pois este fluxo estava fazendo com que o dólar se valorizasse e o marco alemão se desvalorizasse. A segunda razão estava relacionada à possibilidade de perda do controle sobre a oferta monetária, pois o Banco Central alemão poderia não ser capaz de efetuar a esterilização de um grande volume de divisas, provocando claramente pressões inflacionárias. Estas razões passaram a ser eliminadas após o ano de 1973, não havendo mais a preocupação com a flutuação das taxas de câmbio, sendo os controles reduzidos em grande parte dos países após 1974 (Caves *et alli*, 2001).

A taxa de juros em marco cotada em Frankfurt, durante os anos de 1970 a 1974 superou a taxa de juros do euromarco (taxa de juros do marco fora de seu país de origem), sendo registrado um diferencial de 10% ao ano em 1973. Desde então o diferencial decaiu fortemente, principalmente após a liberalização efetuada pelo governo da Alemanha (Caves *et alli*, 2001).

Entre 1975 a 1979, o Japão também manteve controles sobre a entrada de capitais. Havia a preocupação do governo japonês em manter o iene como moeda forte, e assim como na Alemanha havia a preocupação de que com uma grande entrada de capitais, caso a resposta japonesa fosse a compra deste excesso de dólares, a elevação das reservas internacionais poderia causar pressões inflacionárias. Tanto a valorização do iene, como a elevação dos preços internos poderia reduzir a competitividade das exportações japonesas (Caves *et alli*, 2001).

Em 1979, o Ministério de Finanças japonês, eliminou a proibição de investimentos estrangeiros no país, pois estavam naquela ocasião mais confiantes na capacidade do setor exportador em termos de competitividade no mercado mundial, e não se necessitando, portanto, de manter o iene desvalorizado para ganhar tal competitividade (Caves *et alli*, 2001).

A liberalização ocorrida após 1979 provocou efeitos visíveis sobre o diferencial de juros. A diferença entre a taxa de juros de três meses em Tóquio (taxa Gensaki), mostrou-se em média 1,8% maior que a taxa de juros média do euroiене, cotada em Londres durante o período de 1975 à 1979, mostrando que os mecanismos que buscavam controlar a entrada de capitais estavam mostrando-se ser eficientes. Quando do acordo entre o Tesouro dos EUA e o Ministério das Finanças japonês em 1984, que teve como consequência a liberalização à entrada de capitais no Japão, o diferencial de juros tem se mantido praticamente igual à zero, graças também aos mecanismos de arbitragem (Caves *et alli*, 2001).

Os controles que buscam evitar a saída de capitais são muito mais utilizados do que os controles que buscam desestimular a entrada. O problema geralmente gira em torno de déficits na Balança de Pagamentos, ou ainda com a depreciação da moeda doméstica (Caves *et alli*, 2001).

Até 1979, o Reino Unido manteve este tipo de controle, apesar de o maior Euromercado do mundo estar localizado na capital inglesa (Londres), pois haviam restrições que obrigavam os bancos britânicos a separar suas contas internas de suas contas externas. Os controles que impediam a saída de capitais mostraram ser eficientes. O diferencial de juros entre a taxa da eurolibra de três meses e a taxa de juros interbancária do Reino Unido mostrou-se em média de 1,4 % ao ano. Mesmo que os ativos denominados em eurolibras mostrassem possuir uma maior taxa de retorno e estarem tão próximos, os controles impediam que os residentes britânicos pudessem adquiri-las. Em 1979, com a liberalização, o diferencial reduziu-se para 0,3% ao ano, mostrando tendência à zero a partir da remoção destes controles (Caves *et alli*, 2001). Em meados dos anos 1980, boa parte dos países mais industrializados, já mantinham seus mercados de capitais essencialmente abertos. O diferencial das taxas de juros destes países com relação aos euromercados manteve-se em torno de 0,2% ao longo da década (Caves *et alli*, 2001).

3.2 Efeito contágio: Efeito Sistemático e Não Sistemático

O efeito de contágio financeiro refere-se a um cenário em que pequenos choques, que inicialmente afetam apenas algumas instituições financeiras ou uma região particular de uma economia, se espalhou para o resto dos setores financeiros e dos outros países cujas economias eram previamente saudável, de forma semelhante à transmissão de uma doença médica. O contágio financeiro acontece tanto a nível internacional quanto nível nacional.

O contágio financeiro Internacional, que acontece em ambas as economias avançadas e economias em desenvolvimento, é a transmissão de crises financeiras, choques positivos ou negativos, para mercados financeiros de economias diretamente e fortemente ligadas como, Estados Unidos e o Canadá, ou indiretamente ligadas. No entanto, no sistema financeiro de hoje, com grande volume de fluxo de capitais, tais como fundos de hedge e operação internacionais de grandes bancos, o contágio financeiro geralmente acontece, simultaneamente, tanto entre instituições nacionais e quanto nos demais países. A causa de contágio financeira é geralmente para além da explicação da economia real, como por exemplo, o volume de comércio bilateral entre os países.

O efeito contágio por sua vez ser caracterizado e ter sua origem de duas maneiras diferentes, o efeito sistemático e o não sistemático. Podemos entender o significado do efeito sistemático e não sistemático a partir da explicação oferecida por Assaf Neto sobre os riscos oferecidos por um ativo qualquer.

O risco total de um ativo é composto por duas partes: o risco sistemático (não diversificável) e não sistemático (diversificável). Dessa forma, o risco sistemático é caracterizado por eventos de natureza conjuntural como política, econômica e social. Cada ativo se comporta de maneira diferente diante da situação conjuntural estabelecida. Não há como evitar completamente o risco sistemático. Já o risco não sistemático é caracterizado por Assaf como:

O risco não sistemático é identificado nas características do próprio ativo, não se alastrando aos demais ativos da carteira. É um risco intrínseco, próprio de cada investimento realizado, e sua eliminação da carteira é

possível pela inclusão de ativos que não tenham correlação positiva entre si. (ASSAF NETO, 2000, p. 247)

Dessa forma, o risco total de um ativo pode ser representado da seguinte forma:

$$\text{Risco Total} = \text{Risco Sistemático} + \text{Risco Não Sistemático}$$

3.3 Medidas de Liberalização Financeira

A paridade internacional de juros é a condição básica de equilíbrio na economia, sendo que, o mercado de câmbio está em equilíbrio quando os depósitos de todas as moedas oferecem a mesma taxa de rendimento esperada. A condição de paridade de juros parte do pressuposto que os rendimentos esperados dos depósitos de quaisquer duas moedas sejam iguais quando medidos em uma única moeda (Krugman e Obstfeld, 2001).

Uma forma de averiguar a eficiência dos mecanismos que procuram controlar a entrada ou a saída de capitais é observar o diferencial de juros entre a taxa interna e a taxa externa. Quando as taxas internas acompanham as taxas externas, pode significar que os dois países em análise, possuem seus mercados de capitais mais abertos, mantendo-se as taxas alinhadas devido aos mecanismos de arbitragem, ou seja, tomam-se empréstimos onde as taxas de juros são mais baixas e efetuam-se empréstimos onde elas encontram-se mais elevadas (Caves *et alli*, 2001).

3.3.1 Paridade Coberta da Taxa de Juros

Supondo a ideia de livre mercado, se houver investimentos em moeda estrangeira e moeda doméstica, as taxas de rendimento sobre os mesmos devem ser iguais. Esta é a chamada condição de paridade coberta de juros. Quando esta condição prevalece, ao se aplicar em moeda estrangeira o investidor se assegura de que não haverá risco de câmbio, ou seja, diz-se que o investidor está "coberto" e, portanto evita a possibilidade de uma depreciação da moeda na qual investiu (Krugman e Obstfeld, 2001).

A paridade coberta de juros assegura a equalização das taxas de juros entre os países, em virtude dos fluxos de capitais, quando os ativos são contratados em uma moeda comum.

De acordo com Soihet (2002):

"Segundo a teoria, a existência de um diferencial de juros entre duas economias é uma das condições para promover deslocamentos de capitais na direção daquelas que registram a presença de um diferencial de juros favorável. Em nossa definição, a Paridade de Juros Coberta é dada pelo diferencial da taxa de juros doméstica Selic (i), da taxa de juros externa do Tesouro Americano Fed Fund (i^*) e pelo desconto (f) calculado através do câmbio futuro encontrado no *site* da BM&F".

Os depósitos em moeda estrangeira cobertos implicam que se pode evitar o risco de câmbio ao comprar um depósito em moeda estrangeira, vendendo-se ao mesmo tempo os ganhos oriundos de seu investimento no futuro. Em outras palavras, vendendo o principal e os juros no futuro em moeda doméstica, evitando-se assim o risco de uma variação inesperada da moeda estrangeira que venha a diminuir o rendimento de seu depósito no exterior (Krugman e Obstfeld, 2001, *apud*, Domeles, 2004).

A partir dos pressupostos descritos na seção 3.1, têm-se:

$$(1 + it) = (1/E_t).(1 + it^*).(F_t) \quad 3.1$$

Onde:

it = taxa de juros nominal doméstica.

it^* = taxa de juros nominal estrangeira.

E_t = taxa de câmbio corrente (tempo t).

F_t = taxa de câmbio no mercado futuro no tempo t , para contratos em $t+1$.

Partindo do princípio que o Brasil seja o mercado doméstico e os EUA, o mercado externo, o investidor irá procurar colocar seus fundos nos EUA, comprando dólares no mercado à vista, elevando sua cotação E_t . De forma simultânea venderá dólares no mercado futuro, fazendo com que a taxa de câmbio no mercado futuro tenha sua cotação diminuída. Assim, a Paridade Coberta de Juros é restaurada através dos movimentos de capital que são induzidos pela possibilidade de ganhos de arbitragem, sendo restabelecida a igualdade verificada na equação 3.1 (Gibson, 1996, *apud*, Domeles, 2004). De forma simplista, há um

pressuposto de que as transações cobertas de juros não envolvem riscos da taxa de câmbio e as transações descobertas envolvem.

3.3.2 Paridade Descoberta da Taxa de Juros

A diferença básica entre paridade coberta de juros e a descoberta, é que a primeira envolve a taxa de câmbio à vista no mercado futuro e a segunda, envolve a taxa de câmbio vista esperada no futuro (Krugnan e Obstfeld, 2001). A paridade descoberta de juros pode ser expressa da seguinte forma:

$$(1 + it) = (1/E_t) \cdot (1 + it^*) \cdot (E_{t+1}) \quad 3.2$$

Onde:

it = taxa de juros nominal doméstica.

it^* = taxa de juros nominal estrangeira.

E_t = taxa de câmbio corrente (tempo t).

E_{t+1} = taxa de câmbio esperada em $t + 1$

Reorganizando a equação

$$(1 + it) = (1 + it^*) \cdot (E_{t+1} / E_t) \quad 3.3$$

De acordo com Blanchard (2001), quando investidores financeiros avaliam em qual país aplicar seus capitais, eles analisam qual ativo apresentará maior taxa de retorno. Por exemplo, se for para ter tanto títulos da dívida norte-americana quanto para ter títulos da dívida brasileira, eles terão de ter a mesma taxa esperada de retorno, de modo que valha a relação de arbitragem expresso na equação 3.3.

Pequenas variações nas taxas de juros e rumores da iminência de apreciações ou depreciações podem provocar fluxos de bilhões de dólares em questão de minutos. Para os

países ricos do mundo, a hipótese de arbitragem da equação 3.3 constitui uma boa aproximação da realidade. Outros países, cujos mercados de capitais são menores e menos desenvolvidos, ou os que têm várias formas de controle de capital, contam com uma margem de segurança maior para escolher sua taxa de juros interna do que a explicitada pela equação 3.3 (Blanchard, 2001).

Para se ter uma melhor idéia das implicações da arbitragem, a equação pode ser reescrita como segue:

$$(1 + it) = (1 + it^*) \cdot (1 + (E_{et+1} - Et) / Et) \quad 3.4$$

A equação 3.4 fornece a relação entre a taxa nominal de juros interna, a taxa nominal de juros estrangeira e a taxa esperada de depreciação. O aumento de E representa uma depreciação, de modo que $E_{t+1}^e - E_t / E_t$ é a taxa esperada de depreciação para a moeda nacional. Caso o produto entre a taxa de juros nominal externa e a expectativa de variação na taxa de câmbio apresente valores baixos das taxas de juros e expectativa de variação cambial (Blanchard, 2001), a Paridade Descoberta de Juros pode ser expressa do seguinte modo:

$$it = it^* + (E_{et+1} - Et) / Et \quad 3.5$$

Vale ressaltar que a arbitragem implica que a taxa de juros interna tem de ser (aproximadamente) igual à taxa de juros estrangeira mais a taxa de depreciação esperada para a moeda nacional (Blanchard, 2001). O lado esquerdo da equação 3.5 representa o retorno de um depósito em moeda doméstica no mercado interno, por sua vez o lado direito da equação 3.5 representa o retorno esperado sobre um depósito em moeda estrangeira no mercado externo. Desta forma a Paridade Descoberta de Juros nos diz que a taxa de juros doméstica i_t deve ser igual ao somatório da taxa de juros externa i^* , e a expectativa de variação da taxa de câmbio $E_{t+1}^e - E_t / E_t$ (Blanchard, 2001). Caso um investidor transfira seus recursos para o exterior com vistas a realizar um depósito em moeda estrangeira, deverá reconverter seus recursos em moeda estrangeira acrescido de juros em moeda doméstica no final do período,

assumindo o risco de mudanças na taxa de câmbio enquanto o investimento estiver no exterior. Por isto, estas operações são tratadas como operações de arbitragem descobertas (Salvatore, 2000, *apud*, Dorneles, 2004).

A teoria econômica postula que, em um ambiente de elevada mobilidade de capitais e de integração financeira entre os mercados, o diferencial de taxa de juros é o determinante básico dos movimentos de capitais, de tal forma que, quanto maior o retorno oferecido por um determinado país em relação aos demais, considerando as expectativas relacionadas à taxa de câmbio, maior a atratividade para os fluxos de capitais ingressarem no mesmo, principalmente quando se trata de capitais de curto prazo, que visam a obtenção de ganhos de arbitragem.

Outro ponto importante a ser ressaltado, é que ao contrário da paridade coberta de juros que evita a possibilidade de depreciação da moeda estrangeira, ou seja, o investidor se assegura contra o risco cambial, a paridade descoberta de juros não consegue evitar esse risco.

A Paridade Descoberta impossibilita aos agentes a obtenção de lucros através de arbitragem nos mercados cambial e de títulos. Além desse pressuposto apresentado em muitos trabalhos científicos, a hipótese da Paridade Descoberta de Juros tem relevância na elaboração de políticas econômicas, pois apresenta uma relação entre as taxas de câmbio e juros e pode ser entendida como um índice de mobilidade de capitais (Sachsida *et alli*, 1999).

Espera-se que paridade se sustente caso tenha-se "certeza" quanto à trajetória das taxas de câmbio, ou ainda caso os agentes sejam neutros ao risco, ou seja, não exijam um retorno maior por estarem assumindo o risco de câmbio (Gibson, 1996, *apud*, Domeles, 2004).

No caso da Paridade Descoberta de Juros, o investidor adquire um ativo estrangeiro que mostre aparentemente uma taxa de retorno elevada, porem esta taxa de retorno pode ser prejudicada por movimentos inesperados da taxa de câmbio. A Paridade se verificará, caso os investidores tratem os depósitos em moeda doméstica e estrangeira como substitutos perfeitos e o risco cambial não seja importante para os mesmos. Na ausência de barreiras, a mobilidade internacional de capital, o risco cambial e a variação esperada da taxa de câmbio são dois fatores que costumam distanciar as taxas de juros doméstica da estrangeira. (Caves *et al/i*, 2001, *apud*, Dorneles, 2004).

Sendo assim, nem sempre uma economia com maior liberdade sobre o movimento de capitais significa uma equalização entre as taxas de juros doméstica e externa, e sim a uma maior sensibilidade da taxa de juros doméstica a variações nas taxas de juros internacionais.

3.3.2.1 O princípio de Perfect Foresight

Devido à dificuldade de encontrar dados como a taxa de câmbio esperada (E^e_{t+1}) iremos, nessa pesquisa, utilizar um conceito da economia clássica chamado Perfect Foresight ou Previsão Perfeita. O conceito de Previsão Perfeita faz parte da teoria clássica de expectativas racionais onde os agentes não cometem erros de forma sistemática, os erros são então aleatórios. Baseado na teoria de expectativas racionais, podemos supor para fins acadêmicos que as previsões do câmbio futuro estão sempre corretas e são iguais às taxas observadas em $t+1$.

A fim de observar a diferença entre o retorno dos juros no modelo PDJ para os diferentes países teremos, portanto, que realizar uma mudança na fórmula 3.5. No lugar da variável Câmbio esperado (E^e_{t+1}), utilizaremos a taxa de câmbio observada no mercado em $t+1$. De modo que a fórmula que iremos utilizar nessa pesquisa se encontra assim:

$$it = it^* + (E_{t+1} - Et) / Et \quad 3.6$$

Onde:

it = taxa de juros nominal doméstica.

it^* = taxa de juros nominal estrangeira.

Et = taxa de câmbio corrente (tempo t).

E_{t+1} = taxa de câmbio observada em $t + 1$

3.3.2.2 Desvio Padrão da Paridade de Juros

Se uma variável aleatória “ x ” toma os valores x_1, \dots, x_n , então o desvio padrão para esta amostra de “ n ” números (ou desvio padrão amostral) pode ser calculado da seguinte forma.

$$s = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \quad 3.7$$

Onde:

s = Desvio padrão amostral.

n = numero de dados na amostra

x_i = variável aleatória.

\bar{x} = média das variáveis

O desvio padrão é um dado que nos indica o quanto as variáveis em uma série histórica se distanciam da média. Calcular o desvio padrão de uma série de dados históricos da PDJ nos indica o quanto a variação da PDJ se distancia de sua média. Um alto desvio da variação da PDJ demonstra uma provável sensibilidade maior aos efeitos sistêmicos que acarretam em uma maior variação do risco de cada operação financeira, seja pela alta variação da taxa de câmbio, ou variação nos custos de transação financeira internacional que pode ter ocorrido.

3.4 Abertura ao Investimento Direto Externo (IDE) e ao Investimento de Portfólio Externo (IPE)

A entrada de capital estrangeiro em um país, seja ele na forma financeira como no investimento de portfólio ou na forma de capital produtivo, como no Investimento Direto Externo depende de vários fatores. Um desses fatores, talvez o mais importante deles, é o quanto um país é aberto a tal investimento e isso é foco dessa pesquisa. Barreiras à entrada de capital são, por exemplo, taxas cobradas em cima de transações financeiras como o crédito, o câmbio e os seguros, temos como exemplo de tal barreira o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), ainda utilizado no Brasil. Outro exemplo de barreiras ao capital estrangeiro é o controle sobre a remessa de lucro ao exterior, de maneira que empresas transnacionais talvez se sintam desencorajadas a investir em certo país.

Desde os anos 80, muitos países, em especial os países em desenvolvimento, têm relaxado seus controles de capitais, motivados principalmente pelo acesso a novas fontes de

recursos e pelo potencial desenvolvedor do investimento de portfólio (Errunza, 2001). Por potencial desenvolvedor, entende-se a capacidade do investimento de portfólio de desenvolver o mercado de capitais dos países que, aliado ao processo de globalização, contribui para o desenvolvimento econômico. Segundo Errunza (2001), vários impactos positivos do investimento de portfólio podem ser apontados, sendo eles:

1. Informação, instituições e regularização: Os investidores não-residentes, ao investirem no estrangeiro, passam a demandar informações de qualidade e segurança jurídica dos países de destino dos recursos. Isso faz com que novas instituições tenham que ser criadas, bem como novos serviços passem a ser oferecidos.
2. Crescimento dos mercados e confiança do investidor: A participação de investidores internacionais no mercado doméstico tende a agregar confiabilidade aos ativos domésticos, fazendo com que o crescimento do mercado não se de apenas pelo aumento líquido proporcionado pela entrada de capitais, mas também pelo crescimento da posição dos investidores residentes, resultantes do aumento de confiança.
3. Controle corporativo: A presença dos investimentos internacionais pode atuar como um disciplinador das empresas domésticas, demandando alta qualidade de governança e disseminando a cultura corporativa internacional dentro do país de destino.
4. Mobilização de recurso: O desenvolvimento e crescimento do mercado de capitais aumentam a liquidez e a oferta de títulos, além de possibilitarem o acesso a maiores empréstimos externos e de maior qualidade.

Sobre o Investimento Direto Externo Balasubramanyam (2001) sugere, baseado na extensa literatura teórica e empírica, alguns determinantes que afetam o IDE de forma geral, mesmo que a intensidade e os impactos sejam distintos segundo os diferentes projetos de IDE. São fatores impulsionadores do IDE:

1. O tamanho do mercado doméstico, medido pelo PIB (produto interno bruto) *per capita*, e o crescimento destes mercados, medido pela variação do PIB;
2. A dotação de fatores incluindo recursos naturais e humanos;
3. Facilidades em termos de infra-estrutura, incluindo transporte e comunicação;

4. Estabilidade macroeconômica, com taxas de câmbio estáveis e baixo nível de inflação;
5. Estabilidade política, incluindo um ambiente político transparente e estável;
6. Ambiente econômico livre de distorções;
7. Incentivos fiscais e monetários, mediante, por exemplo, concessão de isenção de taxas – o que representa vantagem apenas no caso de um ambiente econômico estável.
8. Arranjos de comércio preferenciais e acordos de integração regional entre os países receptores do investimento.
9. Controle sobre as operações – os investidores preferem, em geral, realizar investimentos que permitam ao investidor o controle sobre as operações, em detrimento de acordos de licenciamento e *joint venture*.

Podemos então, baseados no conhecimento teórico e empírico afirmar que sem dúvidas a quantidade de capital que entra e sai de um país, seja tanto por IDE quanto por IPE, possui uma relação direta com o quanto o país em questão está inserido no mercado mundial e o quanto seu mercado financeiro está aberto e receptível ao investimento estrangeiro. Utilizando então de dedução lógica, podemos concluir que teoricamente quanto maior for a participação do influxo de IDE e IPE na economia do país em relação ao seu PIB (Produto Interno Bruto), maior será o grau de sua liberdade financeira.

Portanto utilizaremos a seguinte formula para expressar numericamente a relação do investimento externo na economia e por *proxi*, o quanto ela esta aberta ao mercado global.

$$(|IDE| + |IPE|) / PIB = \text{Participação do investimento externo em relação ao PIB}$$

Podemos notar que as variáveis IDE e IPE estão em módulo para que, dessa forma, representem a quantidade absoluta de capital movimentado, não importando seu destino, seja o mercado doméstico ou o exterior.

CAPÍTULO 4

4 Paridade de juros, abertura financeira e retorno das bolsas: Estudo de caso.

Este capítulo procura demonstrar, através dos dados coletados em tabelas e gráficos, o nível de integração financeira entre os países selecionados. Pretende-se também avaliar de modo preliminar, o comportamento das taxas de juros domésticas com relação à taxa de juros dos EUA ao longo do período de janeiro de 2000 a setembro de 2011.

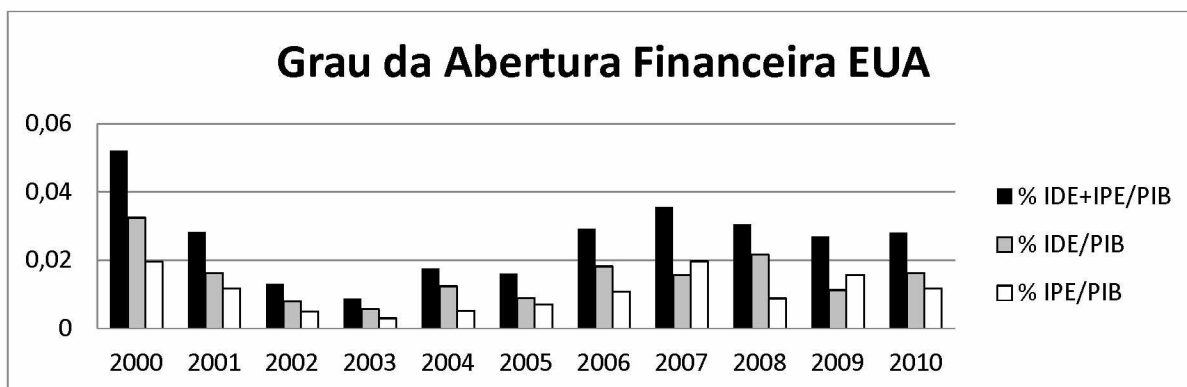
Procura-se, com a análise empírica, avaliar a possibilidade de integração financeira dos mercados domésticos da Alemanha, Brasil, Rússia e Coreia do Sul com relação aos EUA e o resto do mundo, com base na PDJ e dados de investimento estrangeiro. Isto será realizado através de uma análise empírica comparando dados, procurando-se verificar uma tendência comum de longo prazo entre as variáveis propostas no modelo.

4.1 Grau de abertura econômica baseado na relação do IDE e IPE com o PIB

Como mencionado no capítulo 2 após o fim de Bretton Woods e a partir dos anos 80 muito havia se falado de desregulamentação financeira e derrubada de barreiras à livre mobilidade de capitais. Países em desenvolvimento eram aconselhados, principalmente pelo Fundo Monetário Internacional que detinha grande parte dos empréstimos executados por esses países e exigia nos contratos que essas reformas fossem estabelecidas, a abrirem suas fronteiras ao investimento internacional. Com base nos dados coletados no período da década de 2000 a 2010 podemos comparar a abertura de alguns países em desenvolvimento como o Brasil, a Rússia e a Coreia do Sul com a abertura dos países chamados de desenvolvidos como a Alemanha e o próprio centro da economia mundial, os Estados Unidos da América que, até 2008 pelo menos, pregavam total abertura e desregulamentação financeira.

A seguir veremos os gráficos obtidos ao compararmos a quantidade de capital externo que entra e sai de uma economia, seja na forma de investimento direto ou de portfólio, com o Produto Interno Bruto de cada país.

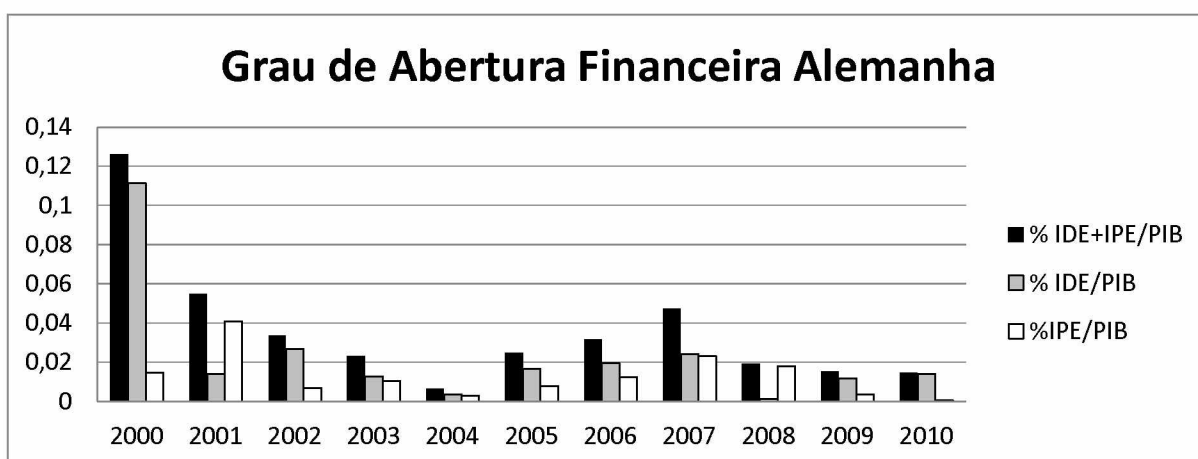
Figura 1 – Evolução da participação do IDE e IPE no PIB dos EUA



Fonte: World Bank – Elaboração própria

Na figura acima podemos ver a evolução da participação do capital externo no Produto interno Bruto dos Estados Unidos. A partir do gráfico podemos observar que o ano de 2000 foi um ano de grande movimentação de capitais. Tanto nos EUA quanto na maioria dos outros países pesquisados podemos observar que o primeiro ano da década foi atípico, foi um ano com grande movimentação de capitais e fica fora da media do período. Comparando com a evolução dessa variável na Alemanha (figura 2) não é inesperado que encontremos similaridades entre as duas economias desenvolvidas. As duas se mantêm relativamente estáveis mesmo após a crise de 2008 devido a fuga dos capitais para os países desenvolvidos. Esse conceito de “fuga para a qualidade” será melhor observado quando analisarmos a Paridade Descoberta de Juros e a taxa de câmbio entre os países.

Figura 2 – Evolução da participação do IDE e IPE no PIB da Alemanha



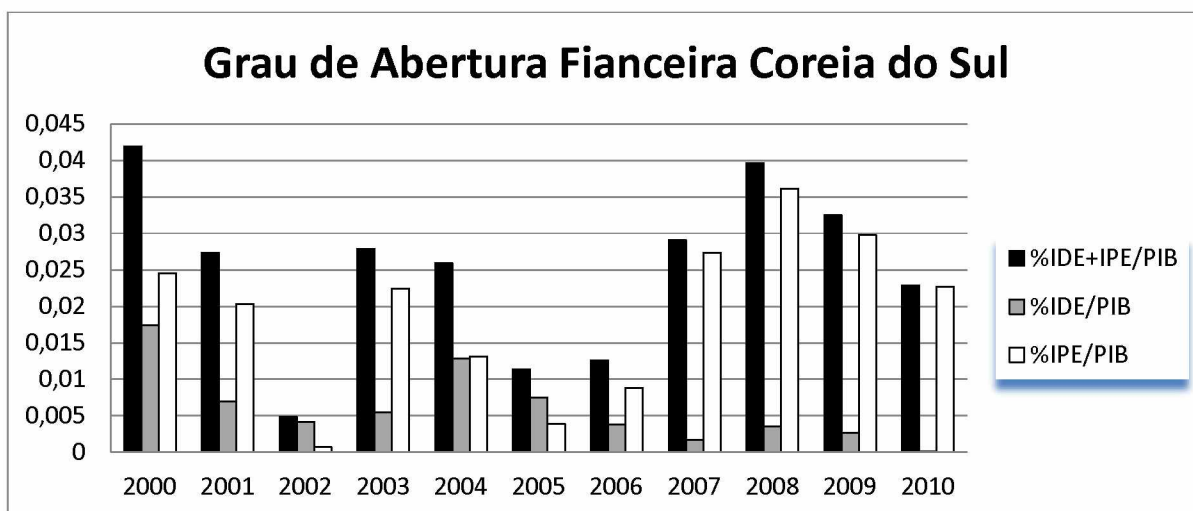
Fonte: World Bank – Elaboração própria

Com relação aos dados sobre a economia alemã podemos principalmente observar o quanto o ano de 2000 foi incomum à essa economia. Vemos que nesse ano o investimento

estrangeiro foi mais do que o dobro da média observada no período e o aumento se da quase todo por investimento direto na economia alemã.

A economia sul coreana por outro lado não é ainda considerada uma economia desenvolvida como os Estados Unidos, a Alemanha ou ainda como seu vizinho o Japão, mas está bastante avançada, ainda mais comparada com países como a Rússia e o Brasil.

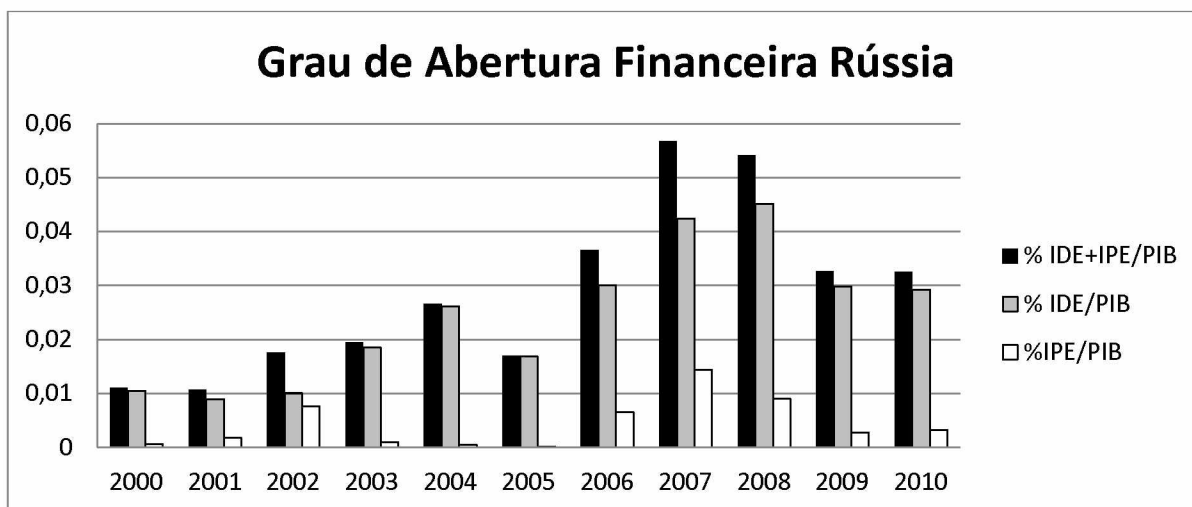
Figura 3 – Evolução da participação do IDE e IPE no PIB da Coreia do Sul



Fonte: World Bank – Elaboração própria

É facilmente observado que a quantidade de capital estrangeiro que passa pela Coreia do Sul vem variando durante o período, mas após o ano de 2008, quando estourou a crise na America, o volume de capital tem visivelmente decaído. É importante observar que o Investimento de Portfólio tem sido muito mais importante para a economia sul coreana do que o Investimento Direto, dessa forma não é estranho que exista uma diminuição relativa, já que existiu uma fuga de capital financeiro para a Europa e principalmente para os Estados Unidos.

Figura 4 – Evolução da participação do IDE e IPE no PIB da Rússia



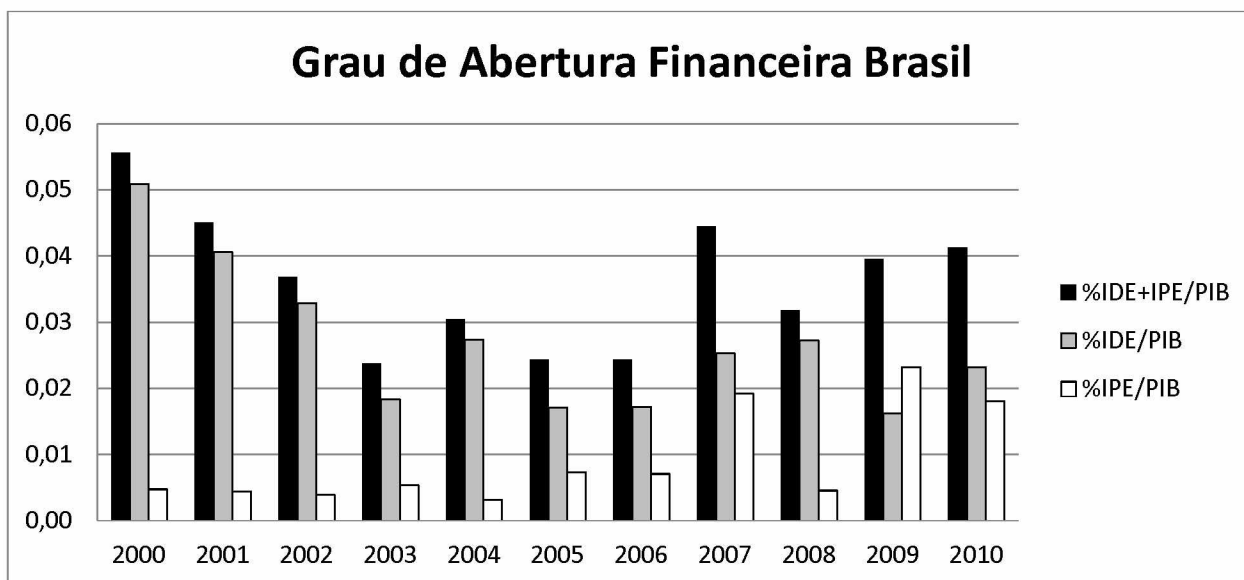
Fonte: World Bank – Elaboração própria

A Rússia foi o único país pesquisado que não possuiu um ano extraordinariamente atípico em 2000. Isso se deve ao fato da Rússia ter passado por uma profunda crise econômica nos anos 1990, com altas taxas de endividamento, desemprego e inflação e baixos índices de crescimento econômico (PIB). Em grande medida este processo foi resultado de uma transição acelerada e mal sucedida de uma economia planificada para uma economia de mercado, em meio ao colapso político da União Soviética. A Crise russa de 1998, também conhecida como a Moratória russa de 1998, foi a crise que resultou em uma desvalorização do Rublo e na declaração da moratória (interrupção dos pagamentos externos) até a renegociação da dívida externa.

Seguindo a crise de 1998 podemos observar uma gradual abertura econômica e financeira da Rússia. Devido ao mercado de capitais russo ainda não ser bem desenvolvido, podemos notar que grande parte do investimento estrangeiro se faz de modo direto, principalmente nas áreas industriais de produção de energia, como o petróleo e o carvão.

Por fim podemos observar o grau da abertura financeira do Brasil, a sexta maior economia do mundo (Banco Mundial 2012). Analisando a Figura 5 podemos destacar alguns pontos interessantes.

Figura 5 – Evolução da participação do IDE e IPE no PIB do Brasil



Fonte: World Bank – Elaboração própria

Primeiramente a participação do investimento estrangeiro no PIB brasileiro é em média maior do que todos os outros países estudados, inclusive as economias desenvolvidas como Estados Unidos e Alemanha, isso sugere que dentre os países estudados o Brasil apresenta uma maior atração para o capital estrangeiro embora isso não signifique exatamente que o país seja mais aberto financeiramente que a Alemanha ou os Estados Unidos, mas que embora possua medidas como impostos sobre transações financeiras, ainda é relativamente receptível ao investimento mundial.

Importante também verificarmos que até 2004 a participação do Investimento de Portfólio tinha sido bastante pequeno comparado ao investimento direto, mas que esse quadro tem se modificado a partir daí, fazendo dele tão importante quanto o Investimento Direto para o país.

4.2 Paridade Descoberta de Juros

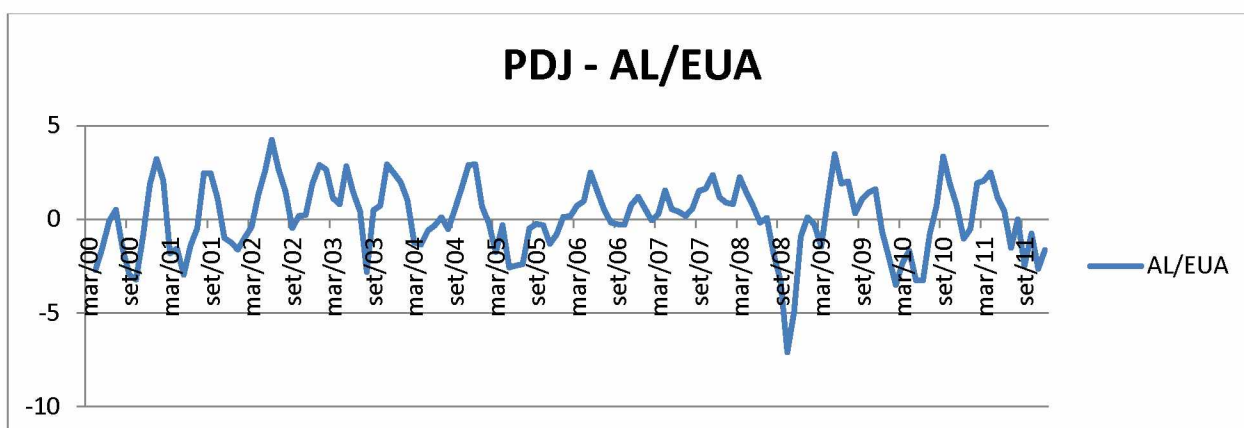
Em um mundo perfeitamente liberalizado e com movimentação perfeita do capital as taxas de juros em todos os países seriam equivalentes. Já disse Blanchard (2001) que a taxa de juros interna deve ser igual a taxa de juros externa menos a taxa de depreciação esperada da moeda estrangeira.

Dessa forma, observando a variação da taxa de juros doméstica comparada a de um outro país podemos de certa forma quantificar em que medida existem barreiras para o capital,

de forma que sua circulação não seja perfeita a ponto de as taxas de juros ao longo do tempo não se tornem equivalentes e portanto podemos verificar através da média da paridade de juros o custo das transações e também o risco inerente a elas. Iremos também verificar através do desvio padrão o quanto as variáveis desviam da média, que teoricamente deveria ser bem próxima de zero. Um alto desvio padrão na paridade de juros nos indica que a série histórica de variáveis desvia muito de sua média, tanto para cima quanto para baixo. Isso nos indica intuitivamente o quanto a economia esta sujeita a mudanças sistêmicas na economia global, também representa a variação nos riscos e custos de transação, de modo que um baixo desvio padrão indica uma consistência do risco e custos no decorrer do tempo.

Começando pela Alemanha, um país que faz parte do grupo dos desenvolvidos da mesma forma como os Estados Unidos, onde teoricamente as barreiras ao movimento de capital deveriam ser menores ou inexistentes e o risco teoricamente é zero.

Figura 6 – Variação Paridade Descoberta de Juros Alemanha/EUA



Fonte: International Financial Statistics – Elaboração própria

PDJ Alemanha/EUA - Média= 0.1228

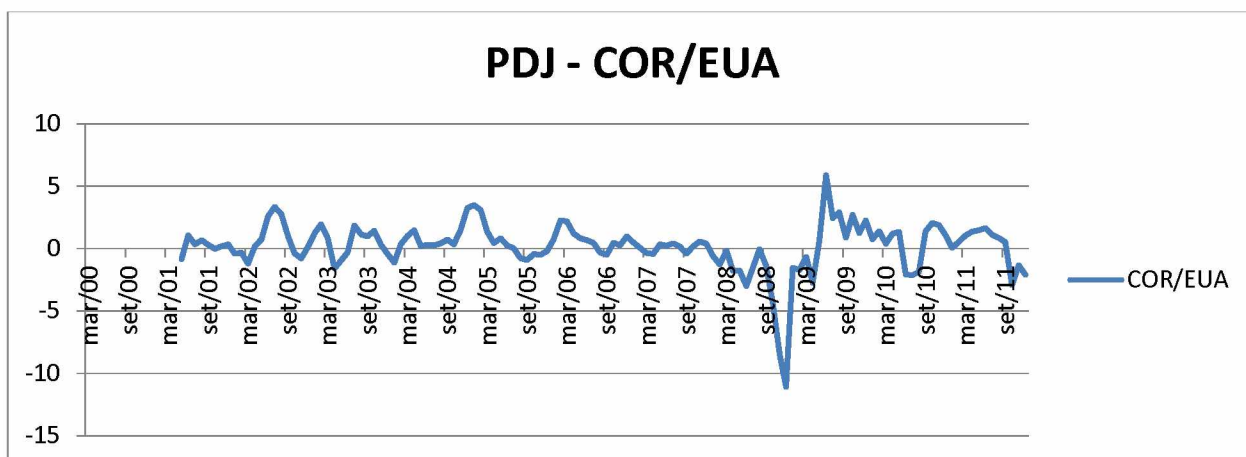
Desvio Padrão=1.8628

Como o esperado, analisando a Figura 6 podemos perceber que a sequencia de topos e vales do gráfico se encontram quase em torno do zero, na verdade podemos ver na Tabela 5 que o calculo da média dos valores da PDJ é de 0.1228, o menor de todos os países pesquisados. O desvio padrão da serie é igual a 1.8628, que também é o menor de todas as economias estudadas sugerindo a confirmação da teoria, pelo menos para países desenvolvidos de economias maduras como a Alemanha e os Estado unidos.

Também em acordo com a teoria esta a Coreia do Sul. Um país em um estágio intermediário de desenvolvimento, a Coreia do Sul apresentou a segundo menor media dos quatro países comparados com os Estado Unidos nesse trabalho. Com uma média de 0.2103 e

um desvio padrão de 1.9292 o país se encontra em uma posição parecida com a da Alemanha. Observando a figura 7 é um pouco mais aparente que a media tenha ficado positiva, indicando um pequeno desvio na PDJ talvez causado pelo risco apresentado pelas transações internacionais com países ainda não desenvolvidos.

Figura 7 – Variação Paridade Descoberta de Juros Coreia do Sul/EUA



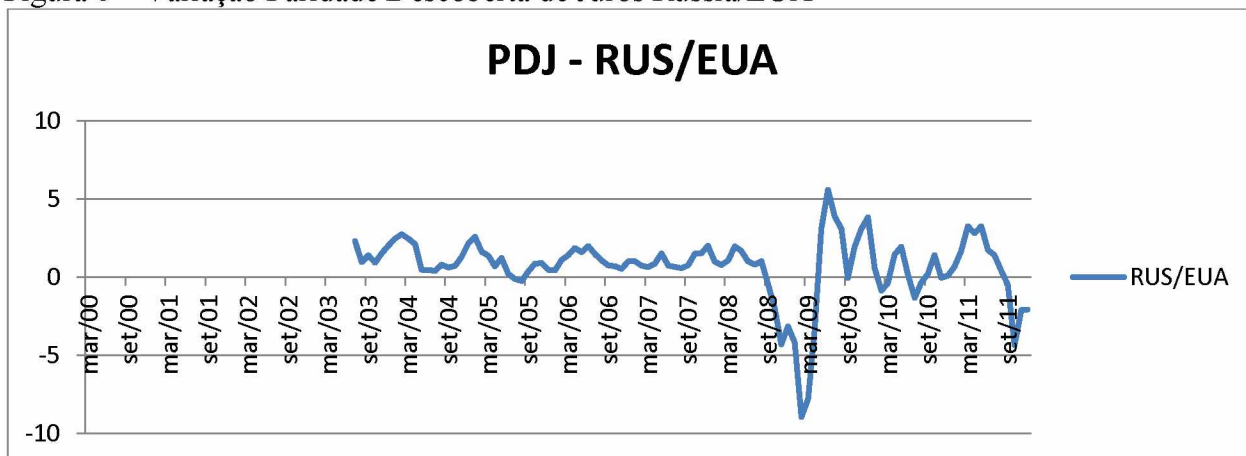
Fonte: International Financial Statistics – Elaboração própria

PDJ Coreia do Sul/EUA - Média= 0.2103

Desvio Padrão=1.9292

Infelizmente no caso da Rússia não foram encontrados dados de 2000 até 2003, mas isso não impede que observamos o gráfico da Figura 8, de maio de 2003 em diante.

Figura 8 – Variação Paridade Descoberta de Juros Rússia/EUA



Fonte: International Financial Statistics – Elaboração própria

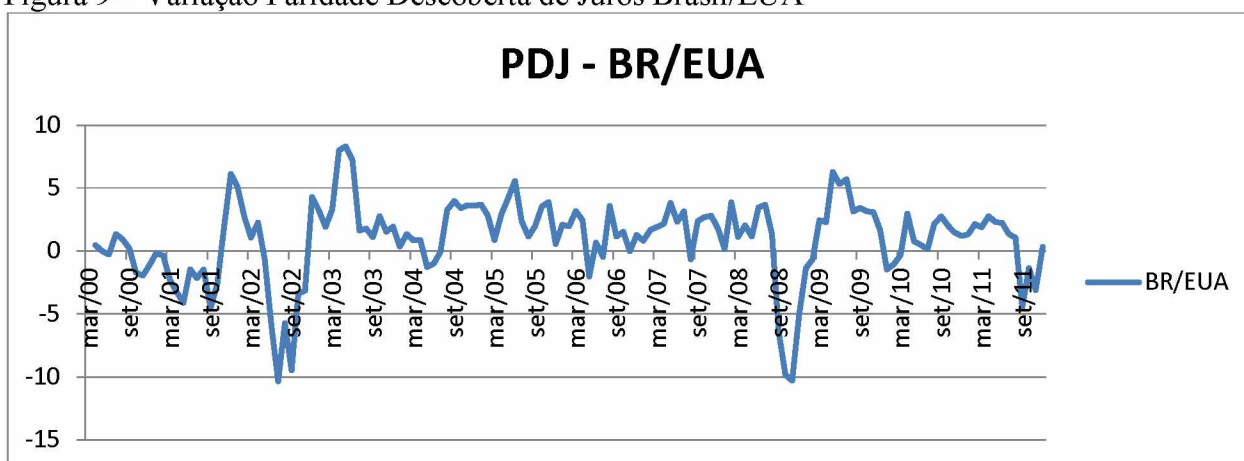
PDJ Rússia/EUA - Média= 0.6849

Desvio Padrão=2.0728

Como observado na Figura 4 a Rússia ainda esta em um processo de abertura de seus mercados e recuperação da confiança dos investidores após a crise de 1998, portanto como pode ser visto na Tabela 2 os juros são mantidos altos pelo governo, de maneira a atrair capital estrangeiro. Isso afeta a PDJ, verificando uma média de 0.6849 na PDJ e um desvio padrão alto de 2.0728.

O próximo gráfico (Figura 9) representa a PDJ do Brasil com os Estados Unidos. Dentre os países pesquisados, o Brasil apresentou a maior média e maior desvio padrão em toda sua série de dados. Uma média de 0.9372 nos diz que o rendimento do juros no Brasil rende em media quase 1% a mais do que nos Estados Unidos. Assim como na Rússia a alta taxa de juros no Brasil tem como um de seus objetivos atrair capital externo e também compensar pelo risco que o investidor incorre ao aplicar seu capital em uma economia em desenvolvimento.

Figura 9 – Variação Paridade Descoberta de Juros Brasil/EUA



Fonte: International Financial Statistics – Elaboração própria

PDJ Br/EUA - Média= 0.9372

Desvio Padrão=3.2123

Em períodos de crise como em 2008 ou durante o efeito Lula em 2002/2003 no Brasil, podemos verificar em todos os gráficos uma grande queda na PDJ em todos os países, isso se deu não por causa de um aumento de juros nos Estados Unidos, pois justamente aconteceu o contrário, os juros caíram para estimular investimento, mas sim por causa de uma grande desvalorização de todas as moedas em comparação ao dólar (Tabela 4) de modo que as taxas de juros não conseguiram acompanhar a mudança no câmbio. Essa grande desvalorização das moedas em relação ao dólar se deu através de uma fuga de capitais do mundo inteiro para a segurança, e embora a crise tenha começado nos Estados Unidos, o dólar ainda era a moeda

mais forte e segura do mundo, fazendo a demanda por dólares aumentar muito e desvalorizando, portanto, as outras moedas.

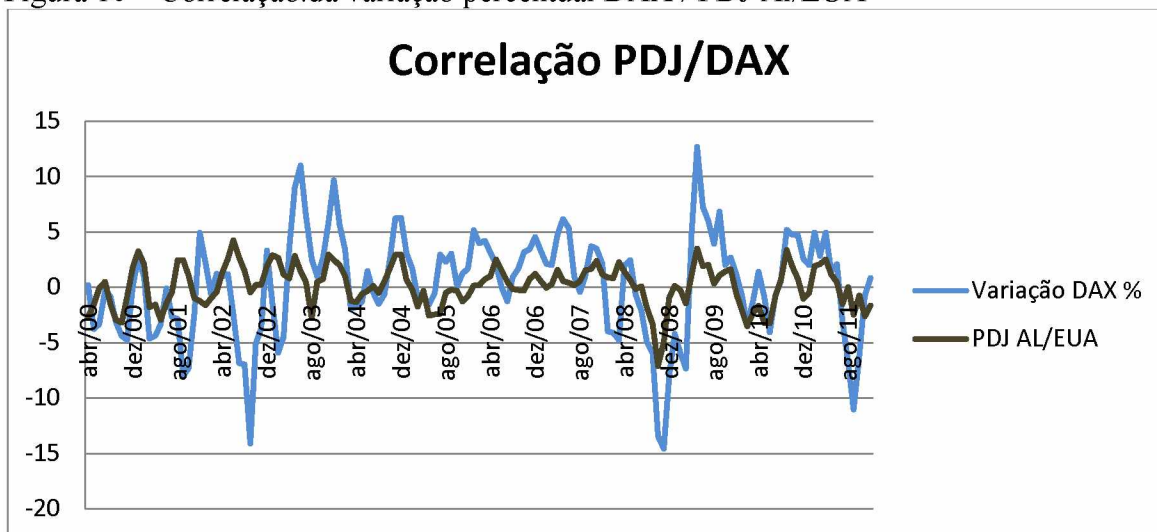
4.3 Comparação da Paridade Descoberta de Juros com o retorno das bolsas mundiais

De uma forma simplista podemos dizer que a relação entre o mercado acionista e as taxas de juro é inversamente proporcional. Ou seja, uma subida das taxas de juro tem como consequência uma diminuição das cotações das ações, e uma descida das taxas de juro tem como consequência a subida das cotações das ações. Isto acontece porque, ao contrário do mercado acionista, as aplicações financeiras sem risco acompanham as taxas de juro. Sendo assim, com uma descida das taxas de juro estas aplicações deixam de ser tão atrativas, passando haver mais investidores interessados em investir em ações. Teoricamente, portanto, existe uma relação inversamente proporcional entre a taxa de juros e a bolsa de valores.

Essa é a teoria ao menos, mas uma relação inversamente proporcional não foi o encontrado comparando a PDJ, que representa a rentabilidade do juros no país doméstico em comparação com taxas de juros no estrangeiro, com a rentabilidade dos principais índices das bolsas de valores.

Observando as Figuras 10 à 13 podemos observar exatamente isso, a correlação entre a variação dos retornos obtidos nas bolsas e suas respectivas paridades de juros nos revela que não só ela é positiva, como em alguns caso chega a ser bastante alta, como no caso do Brasil, onde o retorno percentual obtido pelo índice Ibovespa comparado com sua PDJ chega a apresentar uma correlação de 0.873845, lembrando que 1.0 seria uma correlação perfeita.

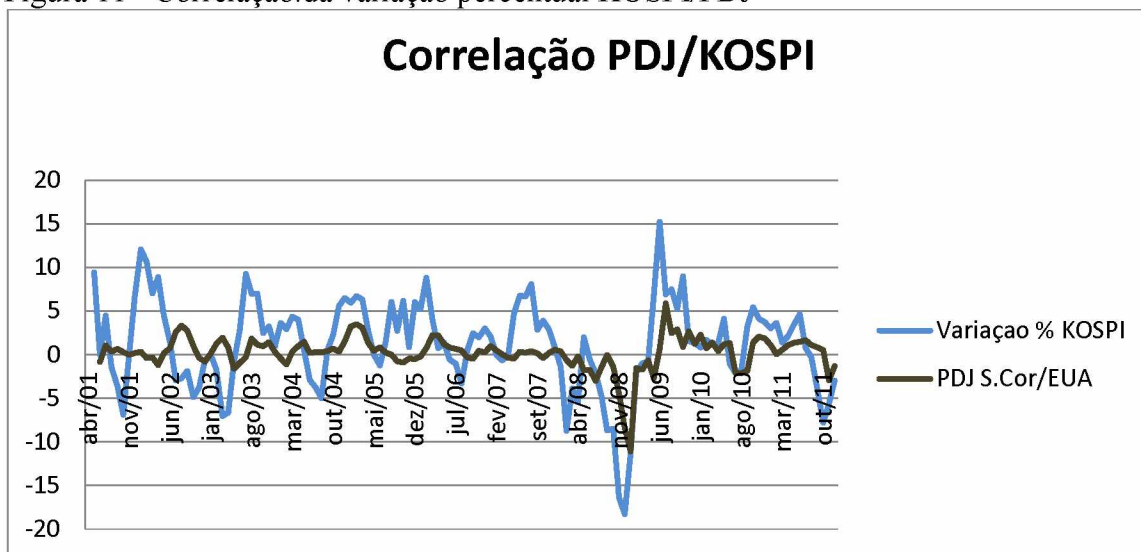
Figura 10 – Correlação da variação percentual DAX / PDJ AI/EUA



Fonte: International Financial Statistics – Deutsche-boerse

Correlação da variação percentual DAX / PDJ AI/EUA = 0.489

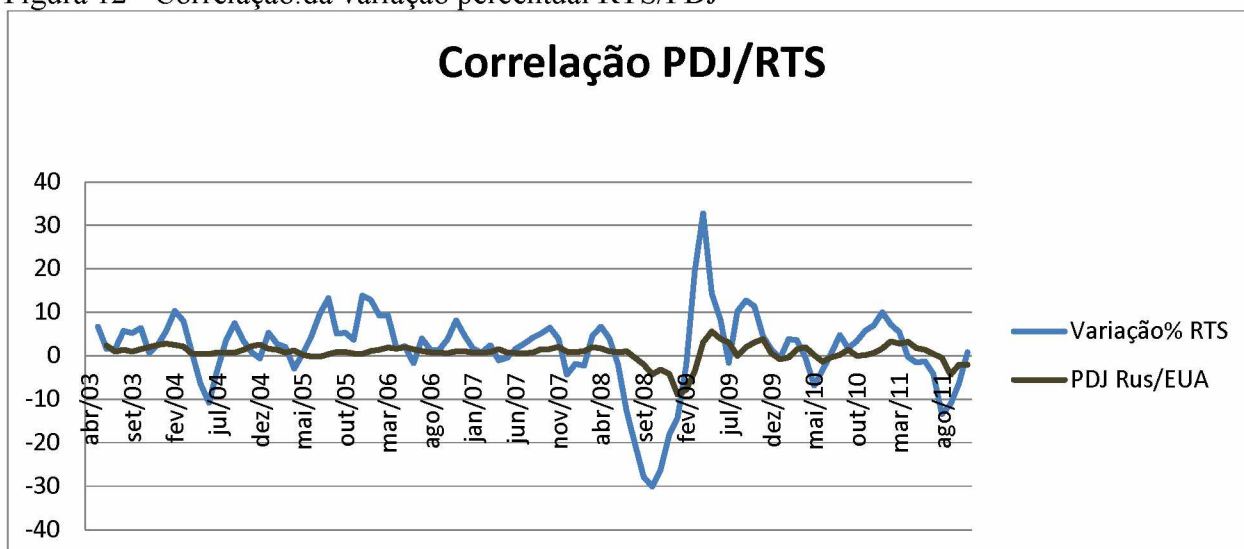
Figura 11 - Correlação da variação percentual KOSPI/PDJ



Fonte: International Financial Statistics – krx.co.kr

Correlação da variação percentual KOSPI / PDJ = 0.443

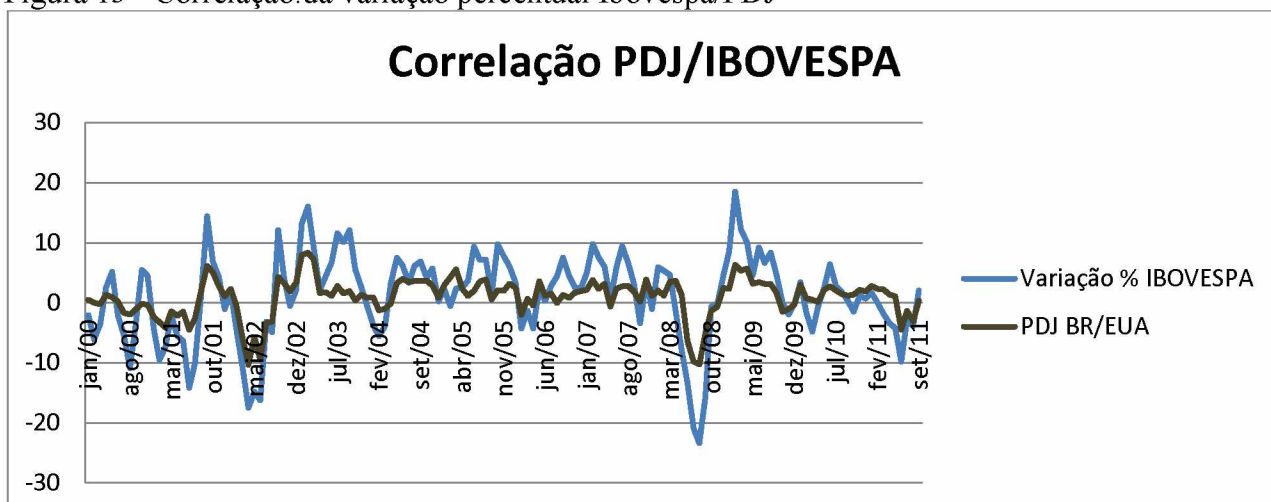
Figura 12 - Correlação da variação percentual RTS/PDJ



Fonte: International Financial Statistics – Russian Exchange Market

Correlação da variação percentual RTS / PDJ = 0.5176

Figura 13 - Correlação da variação percentual Ibovespa/PDJ



Fonte: International Financial Statistics – BMF bovespa

Correlação da variação percentual IBOVESPA/PDJ = 0.874835

Qual seria então a causa dessa relação positiva entre os retornos das taxas de juros e os retornos das bolsas mundiais? A resposta está baseada na importância que demonstra os efeitos sistêmicos na economia mundial. Como explicado na seção 3.2, os efeitos sistêmicos são aqueles de natureza conjuntural e afetam todas as variáveis importantes de um modelo.

Podemos dessa maneira observar nos gráficos que momentos de crise sistêmica como em 2008 trazem para baixo tanto o retorno das bolsas mundiais quanto os retornos obtidos das taxas de juros. O motivo está relacionado ao fato de que nas crises a taxa de juros cai a fim de

estimular o investimento e assim tentar combater a crise econômica. Mas não só em momentos de crise que as taxas de juros acompanham as bolsas, em momentos de euforia, onde as economias mundiais se encontram em grande crescimento e as bolsas demonstram grandes valorizações, existe um aumento de demanda por capital para investir, aumentando assim as taxas de juros cobradas pelo dinheiro.

5 Considerações Finais

Neste trabalho procurou-se verificar a existência e o grau de integração financeira entre o Brasil a Rússia, a Alemanha e a Coreia do Sul com relação aos EUA e o resto do mundo, no período de janeiro de 2000 a dezembro de 2011. Para atingir-se este objetivo, primeiramente foi realizado uma revisão teórica a respeito da Condição da Paridade Internacional de Juros, bem como de seus principais pressupostos, com vistas a salientar a sua relação com a possibilidade de integração financeira entre os países. Também foi apresentada a importância da participação de capital estrangeiro como medida de liberdade financeira ao passo que quanto menores forem as barreiras à entrada e saída desse capital, seja ele na forma de portfólio ou investimento direto, maiores seriam sua participação no Produto interno Bruto.

Com base na revisão de literatura observou-se que o Sistema Financeiro Internacional passou por um conjunto de transformações nas últimas décadas, principalmente após o colapso do sistema de Bretton Woods no início dos anos 1970. Ganha destaque dentre estas transformações uma forte tendência de liberalização e desregulamentação das atividades financeiras em nível global, na medida em que os controles que haviam sido impostos na década de 1960 e início da década de 1970 passaram então a ser desnecessários. Estes controles procuravam entre outras razões, manter a confiança na estabilidade do regime de taxas de câmbio fixas. A partir do momento que as taxas de câmbio passaram a flutuar livremente, tais controles passaram a ser reduzidos ou eliminados.

Este movimento ganhou força ao longo dos anos 1970 e 1980, e ganhou um estímulo adicional no início dos anos 1990, onde um grande número de países passou a abandonar os controles sobre o movimento de capitais, processo que contou com a participação do Brasil e da Coreia do Sul, e mais recentemente também da Rússia.

A partir dos dados coletados várias análises interessantes puderam ser efetuadas. Considerando primeiramente a participação do investimento externo dentro da economia de cada país, podemos observar que as economias desenvolvidas como a Alemanha e os Estados Unidos demonstram uma variação muito menor comparadas com economias emergentes como o Brasil, a Rússia e a Coreia do Sul. Mesmo após a crise de 2008, houve pouco a variação nos países desenvolvidos estudados devido ao capital continuar a migrar para esses países justamente a fim de se proteger do risco. Já nos países em desenvolvimento como a Rússia e a Coreia do Sul, é visto uma nítida fuga de capitais. Esse efeito poderia ser melhor

visualizado em uma amostra maior de países de modo a confirmar com maior certeza essas conclusões.

Já no Brasil é importante notar que após uma queda de investimento estrangeiro em 2008, o Brasil demonstrou uma recuperação mais rápida que os outros países de modo que voltou a receber uma grande quantidade de recursos tanto na forma de investimento direto quanto na forma de investimento de portfólio.

A outra maneira de observarmos a integração financeira demonstrada nesse estudo foi a Paridade Descoberta de Juros e dessa vez, a teoria foi confirmada pelos dados empíricos. Embora nenhuma das paridades tenha evidenciado uma média exatamente zero, demonstrando uma paridade de juros perfeita entre os países, economias desenvolvidas como a alemã chegaram bem perto disso apresentando médias bastante baixas, enquanto economias como o Brasil e a Rússia, onde o risco ainda é uma grande parte na decisão de investimento, as médias foram bem superiores, indicando que existe um prêmio pelo risco envolvido nas operações. Seria interessante pesquisar esse efeito em um número maior de países em desenvolvimento a fim de confirmar as conclusões auferidas nesse trabalho.

Também é interessante notar a influencia de eventos sistemáticos nos juros e nas bolsas mundiais. Foi verificado que os juros e os retornos das bolsas não andam de forma completamente opostas como seria esperado, mas sim de forma positivamente proporcional, e as vezes bastante correlacionados um com o outro, como no caso do Brasil. Para futuras pesquisas talvez seja interessante uma maior base de dados para definir se essa validade ainda permanece durante um período maior de tempo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALONSO, José Antônio Fialho. *Como Fazer projetos de Pesquisa*. IN: BÊRNI, Duílio de Ávila (coordenador). *Técnicas de pesquisa em economia*. São Paulo, Saraiva, 1998.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 5a edição. São Paulo: Atlas, 2000 p.234

BALASUBRAMANYAM, V.N. (2001) Foreign Direct Investment in Developing Countries: Determinants and Impact. **OCDE Global Forum on International Investment**. Nov.2001, Mexico.

BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia: Teoria e Política Econômica*. Rio de Janeiro, Campus, 2001.

CANUTO, Octaviano; SANTOS, Pablo Fonseca. P. dos. *Risco Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes*. Brasília, Ministério da Fazenda, 2003. Disponível em: <www.fazenda.gov.br> Acesso em 10 de abril, 2012.

CAVES, Richard E; FRANKEL, Jeffrey; JONES, Ronald W. *Economia Internacional: Comércio e transações globais*. São Paulo, Saraiva, 2001.

CARDOSO, Eliana; GOLDFAJN, Ilan. *Fluxos de Capitais no Brasil : Razões Internas para o seu Controle (Parte I)*. IN: Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, FGV, VOL. 50, Nº 1, Janeiro/1998, p. 20-23.

CARNEIRO, Fábio Fabio Lacerda, *et alli*. *O Novo Acordo da Basileia — Um Estudo de Caso para o Contexto Brasileiro*. Disponível em: <www.bcb.gov.br> Acesso em 14 maio de 2012.

CARVALHO, Fernando Cardim de *et alli*. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Prática*. Rio de Janeiro, Campus, 2000.

CINTRA, Marcos. A. M. *A dinâmica financeira internacional e a tendência à dolarização das economias latino americanas*. Revista Análise Econômica, n. 34, Ano: 18, 2000. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/fce/rae/>> Acesso em 21 de abril de 2012.

DORNELLES, Lisandro Dias. *Uma Avaliação da Integração Financeira a Partir da Paridade Descoberta de Juros*. Florianópolis, UFSC, Monografia de conclusão do curso de Ciências Econômicas, 2004.

ERRUNZA, V. Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development. **Review of International Economics**, 2001, Vol. 9, No 4.

FURTADO, Ana Lilian de M.. *Acordo da Basiléia: Um Estudo Sobre as Suas Influencias e Implementação no Sistema Financeiro Brasileiro*. Florianópolis, UFSC, Monografia de conclusão do curso de Ciências Econômicas, 2005.

GONÇALVES, Reinaldo *et alli*. *A Nova Economia Internacional: Uma Perspectiva Brasileira*. Rio de Janeiro, Campus, 1998.

KRUGMAN, Paul; OBSTEFELD, Maurice. *Economia Internacional: Teoria e Política*. São Paulo, Pearson Education do Brasil, 2001.

PAINCEIRA, Juan P. e CARCANHOLO, Marcelo D.. *Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na America Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina na década de 90*. In Anais do VII Encontro Nacional de Economia Política, Curitiba, 28 a 31 de maio de 2002, Curitiba.

ROBERTS, Richard. *Por dentro das finanças internacionais: guia prático dos mercados e instituições financeiras*. Rio de Janeiro, Jorge Zahar, 2000.

SACHSIDA, Adolfo *et ali*. *Diferencial de juros e taxa de câmbio no Brasil*. Brasília, Texto para Discussão IPI 662, 'PEA, 1999. Disponível em: <www.ipea.gov.br> Acesso em 18 de maio de 2012.

SANDRONI, Paulo. *Dicionário de Economia do Século XXI*. Rio de Janeiro: Record, 2005.

SANT'ANA, José Antônio. *Economia Monetária: A moeda em uma economia globalizada*. Brasília, editora da Universidade de Brasília, 1997.

ANEXO

Juros, Câmbio, PIB, IDE, IPE, Variação das Bolsas, Variação do Câmbio, Paridade
Descoberta de Juros.

Tabela 1 – PIB, Influxo IDE (módulo), Influxo IPE (módulo) - Brasil, EUA, Alemanha, Rússia e Coreia do Sul - Jan. 2000 / Dez. 2011

Brasil	PIB (US\$ corrente)	IDE Influxo (US\$ corrente)	IPE Influxo (US\$ corrente)	%IDE+IPE/	%IDE/PIB	%IPE/PIB
2000	644701831101,39	32779239699,75	3075913756,64	0,06	0,050844	0,004771
2001	553582178386,19	22457353372,25	2481200940,00	0,05	0,040567	0,004482
2002	504221228974,04	16590204193,11	1980742540,00	0,04	0,032903	0,003928
2003	552469288267,79	10143524670,99	2972604810,00	0,02	0,01836	0,005381
2004	663760000000,00	18165693855,28	2080933160,00	0,03	0,027368	0,003135
2005	882185291700,90	15066291734,98	6451252310,00	0,02	0,017078	0,007313
2006	1088917279411,76	18782215423,14	7715813474,51	0,02	0,017249	0,007086
2007	1365982651542,37	34584901025,14	26217335943,55	0,04	0,025319	0,019193
2008	1652632229227,61	45058156303,77	7565367449,97	0,03	0,027264	0,004578
2009	1594489675023,99	25948579800,00	37071238200,00	0,04	0,016274	0,02325
2010	2087889553821,68	48506489215,13	37684266080,75	0,04	0,023232	0,018049
EUA	PIB (US\$ corrente)	IDE Influxo (US\$ corrente)	IPE Influxo (US\$ corrente)	% IDE+IPE/	% IDE/PIB	% IPE/PIB
2000	9898800000000,00	321274000000,00	193600000000,00	0,052014	0,032456	0,019558
2001	10233900000000,00	167020000000,00	121464000000,00	0,028189	0,01632	0,011869
2002	10590200000000,00	84370000000,00	54067000000,00	0,013072	0,007967	0,005105
2003	11089200000000,00	63750000000,00	33981000000,00	0,008813	0,005749	0,003064
2004	11812300000000,00	145966000000,00	61788000000,00	0,017588	0,012357	0,005231
2005	12579700000000,00	112638000000,00	89258000000,00	0,016049	0,008954	0,007095
2006	13336200000000,00	243151000000,00	145482000000,00	0,029141	0,018232	0,010909
2007	13995000000000,00	221166000000,00	275617000000,00	0,035497	0,015803	0,019694
2008	14296900000000,00	310093000000,00	126805000000,00	0,030559	0,02169	0,008869
2009	14048056670215,90	158581000000,00	220972000000,00	0,027018	0,011288	0,01573
2010	14586736313339,00	236226000000,00	172376000000,00	0,028012	0,016195	0,011817
Alemanha	PIB (US\$ corrente)	IDE Influxo (US\$ corrente)	IPE Influxo (US\$ corrente)	% IDE+IPE/	% IDE/PIB	% IPE/PIB
2000	1886401326699,83	210085430607,74	27960264890,64	0,12619	0,111368	0,014822
2001	1880894854586,13	26171197397,86	76893746024,30	0,054796	0,013914	0,040881
2002	2006587615283,27	53605269463,45	13816288163,17	0,0336	0,026715	0,006885
2003	2423814898419,86	30933978207,08	25233683325,68	0,023173	0,012763	0,010411
2004	2726341472500,05	9802914899,94	7882358034,70	0,006487	0,003596	0,002891
2005	2766253792966,22	46472855678,03	22063962638,99	0,024776	0,0168	0,007976
2006	2902748698160,05	56644168163,36	35658503554,86	0,031798	0,019514	0,012284
2007	3323807412152,12	80592535711,30	76960936096,56	0,047402	0,024247	0,023154
2008	3623686234298,90	4786429647,95	65475594608,84	0,01939	0,001321	0,018069
2009	3298635952561,88	38916029096,04	11985390303,82	0,015431	0,011798	0,003633
2010	3280529801324,50	46127366746,55	1991275018,86	0,014668	0,014061	0,000607

Continuação Tabela 1

Rússia	PIB (US\$ corrente)	IDE Influxo (US\$ corrente)	IPE Influxo (US\$ corrente)	% IDE+IPE	% IDE/PIB	% IPE/PIB		
2000	259708496267,33	2714230000,00	150196000,00	0,011029	0,010451	0,000578		
2001	306602673980,12	2748285600,00	542444300,00	0,010733	0,008964	0,001769		
2002	345110438693,57	3461131800,00	2626183500,00	0,017639	0,010029	0,00761		
2003	430347770733,15	7958120200,00	421844400,00	0,019473	0,018492	0,00098		
2004	591016690742,94	15444370800,00	269870000,00	0,026588	0,026132	0,000457		
2005	764000901160,58	12885807500,00	99849700,00	0,016997	0,016866	0,000131		
2006	989930542278,69	29701427100,00	6479706600,00	0,036549	0,030004	0,006546		
2007	1299705764824,48	55073197800,00	18674599500,00	0,056742	0,042374	0,014368		
2008	1660846387626,00	75002416000,00	15005353900,00	0,054194	0,045159	0,009035		
2009	1221991353711,76	36499625000,00	3369014500,00	0,032626	0,029869	0,002757		
2010	1479819314058,23	43287698500,00	4808350400,00	0,032501	0,029252	0,003249		
S. Coreia	PIB (US\$ corrente)	IDE Influxo (US\$ corrente)	IPE Influxo (US\$ corrente)	% IDE+IPE	% IDE/PIB	% IPE/PIB		
2000	533384027728,66	9283400000,00	13093600000,00	0,041953	0,017405	0,024548		
2001	504585783003,74	3527700000,00	10265700000,00	0,027336	0,006991	0,020345		
2002	575928909990,49	2392300000,00	395300000,00	0,00484	0,004154	0,000686		
2003	643762388701,00	3525500000,00	14418500000,00	0,027874	0,005476	0,022397		
2004	721975255823,70	9246200000,00	9468800000,00	0,025922	0,012807	0,013115		
2005	844863004335,43	6308500000,00	3282100000,00	0,011352	0,007467	0,003885		
2006	951773478984,91	3586400000,00	8390900000,00	0,012584	0,003768	0,008816		
2007	1049235951186,97	1784400000,00	28727900000,00	0,02908	0,001701	0,02738		
2008	931402204981,63	3310700000,00	33622700000,00	0,039654	0,003555	0,036099		
2009	834060441840,98	2249000000,00	24856400000,00	0,032498	0,002696	0,029802		
2010	1014483158313,58	150100000,00	23025500000,00	0,022845	0,000148	0,022697		

Fonte : World Bank

Tabela 2 – Juros mensal Brasil, EUA, Rússia, Coreia do Sul, Alemanha - Jan.2000 / Dez. 2011

	Juros a.m. %				
	Brasil	EUA	Alemanha	S. Coreia	Rússia
jan/00	1,460169	0,44717	0,246627	0,387468	3,719634
fev/00	1,460169	0,466984	0,266881	0,407412	3,144799
mar/00	1,460169	0,466984	0,266881	0,407412	2,720374
abr/00	1,424575	0,486755	0,28709	0,407412	2,404955
mai/00	1,424575	0,486755	0,307254	0,407412	2,404955
jun/00	1,424575	0,526169	0,34745	0,407412	2,404955
jul/00	1,352972	0,526169	0,34745	0,407412	2,078473
ago/00	1,280809	0,526169	0,34745	0,407412	2,078473
set/00	1,280809	0,526169	0,367481	0,407412	2,078473
out/00	1,280809	0,526169	0,387468	0,427313	2,078473
nov/00	1,280809	0,526169	0,387468	0,427313	1,876927
dez/00	1,280809	0,526169	0,387468	0,427313	1,876927
jan/01	1,189802	0,526169	0,387468	0,427313	1,876927
fev/01	1,189802	0,44717	0,387468	0,407412	1,876927
mar/01	1,189802	0,44717	0,387468	0,407412	1,876927
abr/01	1,189802	0,407412	0,387468	0,407412	1,876927
mai/01	1,262679	0,367481	0,367481	0,407412	1,876927
jun/01	1,262679	0,327374	0,367481	0,407412	1,876927
jul/01	1,406726	0,307254	0,367481	0,387468	1,876927
ago/01	1,460169	0,307254	0,367481	0,367481	1,876927
set/01	1,460169	0,28709	0,34745	0,327374	1,876927
out/01	1,460169	0,246627	0,307254	0,327374	1,876927
nov/01	1,460169	0,205984	0,266881	0,327374	1,876927
dez/01	1,460169	0,165158	0,266881	0,327374	1,876927
jan/02	1,460169	0,144677	0,266881	0,327374	1,876927
fev/02	1,460169	0,144677	0,266881	0,327374	1,876927
mar/02	1,442389	0,144677	0,266881	0,327374	1,876927
abr/02	1,424575	0,144677	0,266881	0,327374	1,740084
mai/02	1,424575	0,144677	0,266881	0,34745	1,740084
jun/02	1,424575	0,144677	0,266881	0,34745	1,740084
jul/02	1,424575	0,144677	0,266881	0,34745	1,740084
ago/02	1,388843	0,144677	0,266881	0,34745	1,601187
set/02	1,388843	0,144677	0,266881	0,34745	1,601187
out/02	1,388843	0,144677	0,266881	0,34745	1,601187
nov/02	1,601187	0,144677	0,266881	0,34745	1,601187
dez/02	1,670896	0,103575	0,266881	0,34745	1,601187
jan/03	1,910823	0,103575	0,226328	0,34745	1,601187
fev/03	1,910823	0,103575	0,226328	0,34745	1,388843
mar/03	1,978247	0,103575	0,205984	0,34745	1,388843
abr/03	1,978247	0,103575	0,205984	0,34745	1,388843

Continuação Tabela 2

mai/03	1,978247	0,103575	0,205984	0,327374	1,388843
jun/03	1,978247	0,103575	0,165158	0,327374	1,244514
jul/03	1,944597	0,082954	0,165158	0,307254	1,244514
ago/03	1,842905	0,082954	0,165158	0,307254	1,244514
set/03	1,670896	0,082954	0,165158	0,307254	1,244514
out/03	1,530947	0,082954	0,165158	0,307254	1,244514
nov/03	1,460169	0,082954	0,165158	0,307254	1,244514
dez/03	1,352972	0,082954	0,165158	0,307254	1,244514
jan/04	1,280809	0,082954	0,165158	0,307254	1,097885
fev/04	1,280809	0,082954	0,165158	0,307254	1,097885
mar/04	1,280809	0,082954	0,165158	0,307254	1,097885
abr/04	1,262679	0,082954	0,165158	0,307254	1,097885
mai/04	1,244514	0,082954	0,165158	0,307254	1,097885
jun/04	1,244514	0,082954	0,165158	0,307254	1,023684
jul/04	1,244514	0,103575	0,165158	0,307254	1,023684
ago/04	1,244514	0,103575	0,165158	0,307254	1,023684
set/04	1,244514	0,124149	0,165158	0,307254	1,023684
out/04	1,262679	0,144677	0,165158	0,28709	1,023684
nov/04	1,298903	0,165158	0,165158	0,28709	1,023684
dez/04	1,370925	0,165158	0,165158	0,266881	1,023684
jan/05	1,370925	0,185594	0,165158	0,266881	1,023684
fev/05	1,406726	0,205984	0,165158	0,266881	1,023684
mar/05	1,442389	0,205984	0,165158	0,266881	1,023684
abr/05	1,477914	0,226328	0,165158	0,266881	1,023684
mai/05	1,495626	0,246627	0,165158	0,266881	1,023684
jun/05	1,513303	0,246627	0,165158	0,266881	1,023684
jul/05	1,513303	0,266881	0,165158	0,266881	1,023684
ago/05	1,513303	0,266881	0,165158	0,266881	1,023684
set/05	1,513303	0,28709	0,165158	0,266881	1,023684
out/05	1,495626	0,307254	0,165158	0,28709	1,023684
nov/05	1,460169	0,327374	0,165158	0,28709	1,023684
dez/05	1,424575	0,327374	0,185594	0,307254	1,023684
jan/06	1,388843	0,34745	0,185594	0,307254	0,948879
fev/06	1,334984	0,367481	0,185594	0,327374	0,948879
mar/06	1,334984	0,367481	0,205984	0,327374	0,948879
abr/06	1,280809	0,387468	0,205984	0,327374	0,948879
mai/06	1,226313	0,407412	0,205984	0,327374	0,948879
jun/06	1,189802	0,407412	0,226328	0,34745	0,948879
jul/06	1,189802	0,427313	0,226328	0,34745	0,911247
ago/06	1,153145	0,427313	0,246627	0,367481	0,911247
set/06	1,116342	0,427313	0,246627	0,367481	0,911247

Continuação Tabela 2

out/06	1,116342	0,427313	0,266881	0,367481	0,911247
nov/06	1,042291	0,427313	0,266881	0,367481	0,873459
dez/06	1,042291	0,427313	0,266881	0,367481	0,873459
jan/07	1,042291	0,427313	0,28709	0,367481	0,873459
fev/07	1,023684	0,427313	0,28709	0,367481	0,835516
mar/07	1,023684	0,427313	0,307254	0,367481	0,835516
abr/07	1,00504	0,427313	0,307254	0,367481	0,835516
mai/07	0,986358	0,427313	0,307254	0,367481	0,835516
jun/07	0,986358	0,427313	0,327374	0,367481	0,835516
jul/07	0,948879	0,427313	0,327374	0,387468	0,797414
ago/07	0,911247	0,427313	0,327374	0,407412	0,797414
set/07	0,911247	0,427313	0,327374	0,407412	0,797414
out/07	0,892373	0,387468	0,327374	0,407412	0,797414
nov/07	0,892373	0,367481	0,327374	0,407412	0,797414
dez/07	0,892373	0,367481	0,327374	0,407412	0,797414
jan/08	0,892373	0,34745	0,327374	0,407412	0,797414
fev/08	0,892373	0,246627	0,327374	0,407412	0,816485
mar/08	0,892373	0,246627	0,327374	0,407412	0,816485
abr/08	0,892373	0,185594	0,327374	0,407412	0,816485
mai/08	0,930082	0,165158	0,327374	0,407412	0,835516
jun/08	0,967638	0,165158	0,327374	0,407412	0,854507
jul/08	0,967638	0,165158	0,34745	0,407412	0,873459
ago/08	1,023684	0,165158	0,34745	0,427313	0,873459
set/08	1,023684	0,165158	0,34745	0,185594	0,873459
out/08	1,079391	0,165158	0,307254	0,407412	0,873459
nov/08	1,079391	0,082954	0,266881	0,327374	0,948879
dez/08	1,079391	0,082954	0,205984	0,246627	1,023684
jan/09	1,079391	0,020809	0,165158	0,205984	1,023684
fev/09	1,00504	0,020809	0,165158	0,165158	1,023684
mar/09	1,00504	0,020809	0,124149	0,165158	1,023684
abr/09	0,892373	0,020809	0,103575	0,165158	1,023684
mai/09	0,816485	0,020809	0,082954	0,165158	0,948879
jun/09	0,816485	0,020809	0,082954	0,165158	0,911247
jul/09	0,739963	0,020809	0,082954	0,165158	0,873459
ago/09	0,701461	0,020809	0,082954	0,165158	0,854507
set/09	0,701461	0,020809	0,082954	0,165158	0,835516
out/09	0,701461	0,020809	0,082954	0,165158	0,797414
nov/09	0,701461	0,020809	0,082954	0,165158	0,759153
dez/09	0,701461	0,020809	0,082954	0,165158	0,720732
jan/10	0,701461	0,020809	0,082954	0,165158	0,701461
fev/10	0,701461	0,020809	0,082954	0,165158	0,701461
mar/10	0,701461	0,020809	0,082954	0,165158	0,682149
abr/10	0,701461	0,020809	0,082954	0,165158	0,662797

Continuação Tabela 2

mai/10	0,759153	0,020809	0,082954	0,165158	0,643403	
jun/10	0,759153	0,020809	0,082954	0,165158	0,623968	
jul/10	0,816485	0,020809	0,082954	0,185594	0,623968	
ago/10	0,854507	0,020809	0,082954	0,185594	0,623968	
set/10	0,854507	0,020809	0,082954	0,185594	0,623968	
out/10	0,854507	0,020809	0,082954	0,185594	0,623968	
nov/10	0,854507	0,020809	0,082954	0,205984	0,623968	
dez/10	0,854507	0,020809	0,082954	0,205984	0,623968	
jan/11	0,892373	0,020809	0,082954	0,226328	0,623968	
fev/11	0,892373	0,020809	0,082954	0,226328	0,623968	
mar/11	0,930082	0,020809	0,082954	0,246627	0,643403	
abr/11	0,948879	0,020809	0,103575	0,246627	0,643403	
mai/11	0,930082	0,020809	0,103575	0,246627	0,662797	
jun/11	0,967638	0,020809	0,103575	0,246627	0,662797	
jul/11	0,967638	0,020809	0,124149	0,266881	0,662797	
ago/11	0,986358	0,020809	0,124149	0,266881	0,662797	
set/11	0,948879	0,020809	0,124149	0,266881	0,662797	
out/11	0,948879	0,020809	0,124149	0,266881	0,662797	
nov/11	0,911247	0,020809	0,103575	0,266881	0,662797	
dez/11	0,873459	0,020809	0,082954	0,266881	0,643403	

Fonte: IFS International Financial Statistics

Tabela 3 Taxa de Cambio corrente do Real, Euro , Won, Rublo em relação ao dólar - Jan. 2000 / Dez. 2011

Taxa de câmbio mensal em relação ao dólar					
Data	Real-Br	Euro-Al	Won-S. Coreia	Rublo-Rússia	
jan/00	1,7800	1,0213			
fev/00	1,7780	1,0294			
mar/00	1,7514	1,0468			
abr/00	1,8075	1,1007			
mai/00	1,8297	1,0749			
jun/00	1,8164	1,0465			
jul/00	1,7820	1,0819			
ago/00	1,8251	1,1228			
set/00	1,8471	1,1409			
out/00	1,9176	1,1881			
nov/00	1,9770	1,1515			
dez/00	1,9546	1,0747			
jan/01	1,9706	1,0761			
fev/01	2,0428	1,0813			
mar/01	2,1361	1,1322	1314,0000		
abr/01	2,2172	1,1266	1324,7000		
mai/01	2,3588	1,1792	1292,9000		
jun/01	2,2915	1,1792	1302,3000		
jul/01	2,4326	1,1422	1301,4000		
ago/01	2,5395	1,0919	1283,8000		
set/01	2,7042	1,0952	1305,9000		
out/01	2,7223	1,1060	1296,1000		
nov/01	2,4849	1,1238	1274,0000		
dez/01	2,3196	1,1347	1326,1000		
jan/02	2,4376	1,1578	1314,8000		
fev/02	2,3819	1,1559	1327,7000		
mar/02	2,3363	1,1463	1326,4000		
abr/02	2,3681	1,1101	1292,2000		
mai/02	2,5193	1,0653	1233,3000		
jun/02	2,8585	1,0025	1204,8000		
jul/02	3,2684	1,0222	1197,0000		
ago/02	3,1231	1,0170	1204,9000		
set/02	3,8533	1,0142	1225,5000		
out/02	3,7435	1,0138	1233,4000		
nov/02	3,6022	1,0074	1207,7000		
dez/02	3,5325	0,9536	1187,8000		
jan/03	3,5688	0,9246	1170,5000		
fev/03	3,5842	0,9275	1186,8000		

Continuação Tabela 3

mar/03	3,3749	0,9179	1252,9000		
abr/03	2,9243	0,8984	1213,1000		
mai/03	2,9480	0,8459	1206,6000	30,7090	
jun/03	2,8804	0,8751	1193,1000	30,3809	
jul/03	2,9465	0,8835	1180,0000	30,2791	
ago/03	2,9523	0,9152	1179,9000	30,5036	
set/03	2,9366	0,8582	1150,2000	30,6142	
out/03	2,8432	0,8604	1177,3000	29,9451	
nov/03	2,9469	0,8338	1202,6000	29,7387	
dez/03	2,8884	0,7918	1197,8000	29,4545	
jan/04	2,9228	0,8075	1173,6000	28,4937	
fev/04	2,9361	0,8053	1174,5000	28,5156	
mar/04	2,9208	0,8181	1153,6000	28,5151	
abr/04	2,9514	0,8370	1175,2000	28,9612	
mai/04	3,1516	0,8166	1171,3000	28,9850	
jun/04	3,1175	0,8227	1152,5000	29,0471	
jul/04	3,0662	0,8306	1168,3000	29,1019	
ago/04	2,9563	0,8257	1153,8000	29,2591	
set/04	2,8594	0,8059	1147,9000	29,2224	
out/04	2,8647	0,7851	1122,3000	28,7655	
nov/04	2,7394	0,7522	1047,9000	28,1496	
dez/04	2,6536	0,7342	1035,6000	27,7487	
jan/05	2,6579	0,7672	1026,4000	28,1136	
fev/05	2,6090	0,7543	1008,1000	27,7007	
mar/05	2,6800	0,7714	1024,3000	27,8548	
abr/05	2,5209	0,7718	1002,5000	27,7726	
mai/05	2,3776	0,8110	1002,5000	28,1946	
jun/05	2,3541	0,8270	1024,4000	28,6282	
jul/05	2,4431	0,8269	1026,4000	28,6341	
ago/05	2,3853	0,8203	1031,0000	28,5566	
set/05	2,3004	0,8304	1037,5000	28,5348	
out/05	2,2783	0,8317	1042,0000	28,5030	
nov/05	2,1972	0,8497	1036,3000	28,7792	
dez/05	2,3399	0,8477	1013,0000	28,7825	
jan/06	2,2108	0,8252	971,0000	28,1305	
fev/06	2,1345	0,8421	969,0000	28,1211	
mar/06	2,1944	0,8262	975,9000	27,6996	
abr/06	2,1128	0,7976	945,7000	27,2739	
mai/06	2,3227	0,7771	947,6000	26,9355	
jun/06	2,2055	0,7866	960,3000	26,9423	
jul/06	2,1976	0,7833	953,1000	26,8197	
ago/06	2,1322	0,7781	959,6000	26,7295	
set/06	2,1785	0,7899	945,2000	26,7799	

Continuação Tabela 3

out/06	2,1448	0,7876	944,2000	26,7811		
nov/06	2,1775	0,7576	929,9000	26,3081		
dez/06	2,1372	0,7593	929,6000	26,3311		
jan/07	2,1321	0,7720	940,9000	26,5484		
fev/07	2,1091	0,7569	938,3000	26,1481		
mar/07	2,0537	0,7509	940,3000	25,9947		
abr/07	2,0335	0,7350	929,4000	25,6851		
mai/07	1,9089	0,7433	929,9000	25,9031		
jun/07	1,9491	0,7405	926,8000	25,8162		
jul/07	1,8801	0,7296	923,2000	25,5448		
ago/07	1,9769	0,7297	939,9000	25,6262		
set/07	1,8401	0,7053	920,7000	24,9493		
out/07	1,7544	0,6922	907,4000	24,6724		
nov/07	1,8493	0,6775	929,6000	24,4171		
dez/07	1,7705	0,6793	938,2000	24,5462		
jan/08	1,7754	0,6725	943,9000	24,4262		
fev/08	1,6715	0,6593	937,3000	24,0023		
mar/08	1,7448	0,6324	991,7000	23,5027		
abr/08	1,7050	0,6435	999,7000	23,6471		
mai/08	1,6488	0,6448	1031,4000	23,7384		
jun/08	1,6069	0,6344	1043,4000	23,4068		
jul/08	1,5633	0,6406	1008,5000	23,4186		
ago/08	1,6254	0,6787	1081,8000	24,5769		
set/08	1,9551	0,6992	1187,7000	25,3718		
out/08	2,1143	0,7839	1291,4000	27,0981		
nov/08	2,2649	0,7857	1482,7000	27,6060		
dez/08	2,3362	0,7185	1257,5000	29,3916		
jan/09	2,2753	0,7803	1368,5000	35,4146		
fev/09	2,3806	0,7909	1516,4000	35,7205		
mar/09	2,2367	0,7514	1377,1000	33,9032		
abr/09	2,1830	0,7533	1348,0000	33,2491		
mai/09	2,0136	0,7093	1272,9000	30,9843		
jun/09	1,9479	0,7075	1284,7000	31,0385		
jul/09	1,8803	0,7073	1240,5000	31,1533		
ago/09	1,8732	0,7007	1244,9000	31,8397		
set/09	1,7920	0,6829	1188,7000	30,0087		
out/09	1,7428	0,6757	1200,6000	29,0488		
nov/09	1,7435	0,6656	1167,4000	29,0687		
dez/09	1,7404	0,6942	1167,6000	30,1851		
jan/10	1,8552	0,7160	1156,5000	30,4312		
fev/10	1,8356	0,7369	1158,4000	30,0388		
mar/10	1,7944	0,7419	1131,3000	29,4956		

Continuação Tabela 3

abr/10	1,7298	0,7510	1115,5000	29,2886		
mai/10	1,8320	0,8075	1234,2000	30,4956		
jun/10	1,8068	0,8149	1210,3000	31,2554		
jul/10	1,7635	0,7676	1187,2000	30,1869		
ago/10	1,7583	0,7886	1189,1000	30,8669		
set/10	1,7045	0,7327	1142,0000	30,5126		
out/10	1,7018	0,7217	1126,6000	30,7821		
nov/10	1,7263	0,7693	1157,3000	31,3335		
dez/10	1,6858	0,7530	1146,1000	30,4769		
jan/11	1,6774	0,7304	1114,3000	29,8018		
fev/11	1,6617	0,7229	1127,9000	28,9028		
mar/11	1,6352	0,7039	1107,2000	28,5162		
abr/11	1,5845	0,6729	1072,3000	27,5022		
mai/11	1,5950	0,6952	1080,6000	27,9805		
jun/11	1,5722	0,6919	1078,1000	27,8726		
jul/11	1,5651	0,7013	1052,6000	27,6796		
ago/11	1,5904	0,6920	1071,7000	28,9278		
set/11	1,8291	0,7406	1179,5000	32,1100		
out/11	1,6798	0,7142	1104,5000	30,1245		
nov/11	1,7948	0,7453	1150,3000	31,4001		
dez/11	1,8588	0,7729	1153,3000	32,1961		

Fonte: IFS International Financial Statistics

Tabela 4 – Variação Cambial % em relação ao dólar, do Real, Euro, Won, Rublo, de Jan. 2000 / Dez. 2011

	Real-Br	Euro-Al	Won-S. Coreia	Rublo-Rússia		
mar/00						
abr/00	0,517949	2,562301				
mai/00	0,968727	1,431563				
jun/00	1,20625	-0,0102				
jul/00	-0,46758	-0,58396				
ago/00	-0,08474	1,495854				
set/00	0,566055	2,904722				
out/00	2,486157	3,173442				
nov/00	2,71745	0,831579				
dez/00	1,872268	-1,90231				
jan/01	0,906107	-3,28011				
fev/01	1,114839	-2,12664				
mar/01	3,04122	1,78075				
abr/01	4,010082	1,53679	0,814307458			
mai/01	4,940511	2,931877	-1,069424524			
jun/01	2,315222	1,366992	-0,297588768			
jul/01	3,136513	0,44678	-0,594402918			
ago/01	2,551215	-2,4939	-0,23353693			
set/01	5,681756	-2,46309	0,092604502			
out/01	3,773954	-1,08895	-0,13620827			
nov/01	-0,68541	0,968903	-0,252200319			
dez/01	-4,86134	1,188495	0,521155831			
jan/02	-3,78248	1,541377	0,479954828			
fev/02	-1,42224	0,93924	1,371682546			
mar/02	0,233923	0,335683	0,007559341			
abr/02	-0,97124	-1,37818	-0,569427297			
mai/02	1,938953	-2,65604	-2,392114132			
jun/02	7,228982	-4,32782	-3,156883616			
jul/02	11,62292	-2,7673	-2,55207356			
ago/02	6,983415	-1,56374	-0,781271492			
set/02	10,75459	0,384411	0,573931849			
out/02	4,637475	-0,2749	1,003473562			
nov/02	4,469258	-0,31626	0,076423386			
dez/02	-2,86454	-1,99771	-1,028200513			
jan/03	-1,60596	-2,99967	-1,733307614			
fev/03	-0,16817	-2,76842	-0,586090858			
mar/03	-1,4749	-1,27279	1,83633748			
abr/03	-6,12183	-0,9446	1,179990028			
mai/03	-6,43706	-2,97375	0,542049934			
jun/03	-5,34756	-1,60518	-1,628274247	-1,068416425		
jul/03	0,253636	-0,56668	-0,916186891	0,248291964		

Continuação Tabela 4

ago/03	0,04900341	2,660103705	-0,74587256	-0,22480272		
set/03	0,64014944	-0,631997772	-1,20743034	0,25591354		
out/03	-1,16916042	-0,869845651	-0,07692089	-0,36543909		
nov/03	-0,06184079	-3,091098349	0,64720306	-0,83996886		
dez/03	-0,55232791	-2,60366286	1,34840373	-1,28430309		
jan/04	0,9172092	-2,129708933	-0,1034184	-1,62825632		
fev/04	-0,12331442	-1,170055257	-0,78623391	-1,39484917		
mar/04	0,37040001	1,093646594	-1,24651005	-1,08646624		
abr/04	0,32575145	1,215081561	0,04569209	0,54662763		
mai/04	2,44655609	0,45970699	-0,09134245	0,54586537		
jun/04	2,17979122	0,187882985	-0,03142767	0,61530419		
jul/04	1,24505179	-0,258303335	-0,1971992	0,16173659		
ago/04	-2,09205917	0,368531167	-0,50113112	0,31457296		
set/04	-2,8238512	-0,679296087	-0,13238934	0,2005535		
out/04	-2,26865873	-1,848737347	-1,32564841	-0,38409105		
nov/04	-2,49873278	-3,04273984	-3,09287383	-1,27167696		
dez/04	-2,43161812	-3,060257508	-3,38446701	-1,71086925		
jan/05	-2,50432929	-0,790200587	-2,99145299	-0,7699867		
fev/05	-1,61969469	0,095674168	-1,27978392	-0,53432907		
mar/05	0,33331229	1,649478814	-0,36806619	0,12697007		
abr/05	-1,72394267	0,201420347	-0,78135216	-0,40755787		
mai/05	-2,96290606	2,46557255	-0,18452008	0,59271722		
jun/05	-4,30032328	2,362934627	0,00330109	0,92266947		
jul/05	-1,07271875	2,288257451	0,7889351	1,01837689		
ago/05	0,10732006	0,380558112	0,9334163	0,42360535		
set/05	-0,74765054	0,138780201	0,42507625	-0,10883383		
out/05	-2,31174952	0,194313561	0,50405506	-0,15292999		
nov/05	-2,70103389	1,182082327	0,17039061	0,26006374		
dez/05	0,58294839	0,686595838	-0,78631491	0,28863745		
jan/06	-0,99040408	-0,257818119	-2,29676835	-0,43281392		
fev/06	-0,92917797	-0,300668164	-2,22825547	-0,76798122		
mar/06	-2,17644947	-0,854870627	-1,25634948	-1,27348911		
abr/06	-1,49853969	-1,106064821	-0,86765664	-1,02035468		
mai/06	2,92158902	-2,635275654	-0,74033073	-1,42680752		
jun/06	0,16742334	-1,648390731	-0,54370556	-0,92456262		
jul/06	1,27691613	-0,608532412	0,25932156	-0,55969253		
ago/06	-2,83237682	0,043801623	0,41943376	-0,25527433		
set/06	-0,41314094	0,140246874	-0,52558301	-0,20176043		
out/06	-0,81127176	0,18629148	-0,31141747	-0,04805232		
nov/06	0,70172721	-0,873366816	-1,04247104	-0,52484416		
dez/06	-0,63530642	-1,309913006	-0,55332884	-0,56191944		
jan/07	-0,19660964	-0,68071783	-0,11770161	-0,29299814		
fev/07	-1,0609915	-0,02755927	0,29995715	-0,20205184		

Continuação Tabela 4

mar/07	-1,30910573	-0,368757863	0,3809456	-0,425674068		
abr/07	-1,56634736	-1,620269902	-0,40787374	-1,097073116		
mai/07	-3,23096041	-0,607104874	-0,2991453	-0,314797136		
jun/07	-1,74446724	-0,466397114	-0,48221174	-0,230076473		
jul/07	-2,60375117	-0,246511586	-0,22253329	-0,181255846		
ago/07	1,185061257	-0,617521935	0,35972517	-0,358381189		
set/07	-1,87733591	-1,60014712	-0,21864583	-1,12603134		
out/07	-2,20638571	-1,726463471	-0,56756951	-1,146080612		
nov/07	-2,29026816	-2,454020988	-0,37210983	-1,60682225		
dez/07	-1,27851868	-1,251457698	0,634586793	-0,544444264		
jan/08	0,390755833	-0,960994352	1,315220525	-0,334348692		
fev/08	-3,29552195	-0,893662233	0,273855675	-0,565203469		
mar/08	-0,49258251	-2,330569411	1,897566858	-1,429947639		
abr/08	-1,35601056	-1,476099298	1,94228828	-1,083118313		
mai/08	-0,44324683	-0,749134945	3,213029672	-0,370895588		
jun/08	-2,70466403	0,100257036	1,710334789	-0,135283446		
jul/08	-2,85645171	-0,152218793	0,286225403	-0,322775217		
ago/08	-0,48557792	1,762084803	1,634612266	1,188286345		
set/08	7,260822421	3,316835244	4,604780292	2,75201219		
out/08	10,71192504	7,10020427	8,630262355	5,015177061		
nov/08	11,22954274	4,953285706	11,25838973	3,931506565		
dez/08	6,016450121	0,85472096	1,761825433	5,019987287		
jan/09	2,397474462	-0,157711928	1,912392102	9,889328467		
fev/09	1,682566459	0,225770201	0,820210772	8,780767042		
mar/09	-1,42303457	1,436079653	2,887215141	4,487961905		
abr/09	-1,33911731	-1,161589979	-0,48099484	-2,061628949		
mai/09	-5,39682073	-3,553234436	-5,74089355	-4,603938067		
jun/09	-4,48914243	-1,983425761	-2,31115558	-2,919094405		
jul/09	-4,9263569	-2,118861407	-2,75245801	-2,199809178		
ago/09	-2,40336882	-0,407119734	-0,73721071	0,918046581		
set/09	-2,73441611	-1,162544511	-2,54635156	-1,095164918		
out/09	-2,47948787	-1,513121135	-1,08598024	-2,262861862		
nov/09	-2,39829882	-1,700926154	-2,13251885	-3,048498744		
dez/09	-0,97758748	0,555024908	-0,59324655	0,200167487		
jan/10	2,150496489	1,982285115	-1,24731304	1,565525817		
fev/10	1,725009833	3,433508942	-0,25776887	1,081674751		
mar/10	0,994255413	2,223445433	-1,04235463	-0,76057497		
abr/10	-2,28615183	1,595016171	-1,18971621	-1,270040993		
mai/10	-0,06716669	3,16496422	2,226007283	0,514281211		
jun/10	0,231507412	3,174840996	2,269462798	1,971106566		
jul/10	0,627724174	0,697078748	2,014044944	0,986713474		
ago/10	-1,36423375	-0,788703029	-1,24184266	0,403859562		
set/10	-1,91982885	-3,467574799	-1,90431049	-0,804686857		
out/10	-1,18056751	-2,006204564	-1,72242276	0,650020095		

Continuação Tabela 4

nov/10	-0,61960268	-0,860201916	-0,9196865	0,506284613		
dez/10	-0,364337763	0,913065159	0,11967658	-0,03854118		
jan/11	-0,477130957	0,387544413	-0,3586006	-1,05872506		
fev/11	-1,26927989	-2,063838863	-0,8602276	-2,65324924		
mar/11	-1,006985214	-2,227050242	-1,1480684	-2,19855015		
abr/11	-1,867599461	-2,661271366	-1,2539559	-2,63652707		
mai/11	-1,366411275	-1,318682704	-1,4301264	-1,08606567		
jun/11	-1,308492741	-0,578210714	-0,8926107	-0,76620051		
jul/11	-0,408274933	1,374493692	-0,6097184	0,2128239		
ago/11	-0,097204319	-0,149739639	-0,2771463	1,134046906		
set/11	5,433931933	2,334464483	3,16637522	5,015861742		
out/11	2,301087349	0,607926671	1,57091834	2,755829183		
nov/11	4,008393309	2,479258884	2,34228328	2,711976332		
dez/11	0,559986425	1,467269746	-0,762892	0,091953188		

Fonte: IFS International Financial Statistic

Tabela 5 – Paridade Descoberta de Juros BR/EUA, AL/EUA, COR/EUA, RUS/EUA, de Jan. 2000 / Dez.2011

PDJ	BR/EUA	AL/EUA	COR/EUA	RUS/EUA		
mar/00						
abr/00	0,456780487	-2,69609661				
mai/00	-0,012452381	-1,55190034				
jun/00	-0,281568574	-0,08328303				
jul/00	1,355257026	0,510594674				
ago/00	0,911360013	-1,55581698				
set/00	0,212638638	-2,95800765				
out/00	-1,731518176	-3,22002181				
nov/00	-1,96281036	-0,87145208				
dez/00	-1,117628515	1,862467996				
jan/01	-0,181803232	3,240265806				
fev/01	-0,394537465	2,093425632				
mar/01	-2,324921285	-1,80732743				
abr/01	-3,254197883	-1,5567336				
mai/01	-4,133770898	-2,95848336	-0,840812467			
jun/01	-1,444257563	-1,40026117	1,069482499			
jul/01	-2,159854081	-0,48006342	0,337578714			
ago/01	-1,488650974	2,473926371	0,661130974			
set/01	-4,539933788	2,463121855	0,307030096			
out/01	-2,594108565	1,088930868	-0,032362767			
nov/01	1,899014885	-0,98908241	0,196627562			
dez/01	6,115585127	-1,23553069	0,333007472			
jan/02	5,070713197	-1,60187035	-0,399704764			
fev/02	2,730904373	-0,999733	-0,324520283			
mar/02	1,075642533	-0,39617571	-1,195812306			
abr/02	2,268941067	1,317685388	0,175138096			
mai/02	-0,653116295	2,588854498	0,752124734			
jun/02	-5,949084081	4,253947024	2,581503409			
jul/02	-10,3430248	2,686732644	3,352964734			
ago/02	-5,715426984	1,483172409	2,754846518			
set/02	-9,4985175	-0,46497957	0,98404445			
out/02	-3,393308128	0,194335565	-0,371158891			
nov/02	-3,154310368	0,235688842	-0,800700604			
dez/02	4,287207648	1,917139411	0,126349573			
jan/03	3,216324491	2,905584791	1,244674118			
fev/03	1,89544241	2,66081614	1,963481866			
mar/03	3,304619336	1,14488931	0,829965757			
abr/03	7,974026775	0,809917254	-1,592462581			
mai/03	8,311728846	2,838972372	-0,936115129			
jun/03	7,222237441	1,463489461	-0,304866876			

Continuação Tabela 5

jul/03	1,616693456	0,424778242	1,858765465	2,305575111		
ago/03	1,783085581	-2,808906348	1,140153262	0,947630571		
set/03	1,096362812	0,489901731	0,970005924	1,379489107		
out/03	2,767789463	0,727749611	1,431730699	0,905646436		
nov/03	1,53289103	2,949002309	0,301221244	1,526999071		
dez/03	1,917403411	2,46156682	-0,422902698	2,001528837		
jan/04	0,364486855	1,987612893	-1,124103369	2,445863066		
fev/04	1,345223802	1,027959217	0,327718756	2,740940098		
mar/04	0,827454888	-1,235742635	1,01053427	2,458656756		
abr/04	0,866060257	-1,357177602	1,470810413	2,101397627		
mai/04	-1,266842688	-0,60180303	0,178608266	0,468303755		
jun/04	-1,012176123	-0,329979025	0,315642807	0,469066017		
jul/04	-0,090365403	0,116207295	0,255728032	0,374893609		
ago/04	3,23987196	-0,510627207	0,414625962	0,796854021		
set/04	3,957932337	0,537200047	0,71168429	0,612410474		
out/04	3,395094335	1,71336274	0,329210852	0,712698282		
nov/04	3,622770156	2,914086666	1,502047848	1,28364218		
dez/04	3,584122806	2,945062098	3,242023989	2,150700251		
jan/05	3,679276876	0,681741509	3,50648962	2,576222752		
fev/05	2,816974976	-0,197396915	3,093100195	1,621701132		
mar/05	0,87418079	-1,751201561	1,361086289	1,372434998		
abr/05	2,953520748	-0,303143094	0,435760061	0,697527363		
mai/05	4,208569515	-2,567295297	0,835467968	1,218477231		
jun/05	5,556077077	-2,464657374	0,225088104	0,204654357		
jul/05	2,326751251	-2,389980198	0,023719145	-0,13884567		
ago/05	1,145853654	-0,482280858	-0,775432503	-0,248070727		
set/05	1,987336627	-0,240502947	-0,926665004	0,339949509		
out/05	3,532085329	-0,30277264	-0,431812586	0,858901062		
nov/05	3,883493797	-1,297277737	-0,517512823	0,889539454		
dez/05	0,55650733	-0,808437138	-0,197276412	0,456381353		
jan/06	2,080867126	0,136067261	0,75945884	0,414379611		
fev/06	1,964543864	0,172301145	2,263235268	1,097497487		
mar/06	3,168582848	0,72659363	2,194781438	1,394360751		
abr/06	2,441321957	0,977877845	1,216213057	1,861564606		
mai/06	-2,028341137	2,513885303	0,82088716	1,595090516		
jun/06	0,66411986	1,527089985	0,680250766	1,988232872		
jul/06	-0,488990047	0,48732127	0,477006963	1,472677499		
ago/06	3,589280335	-0,164833968	-0,332609744	1,081981826		
set/06	1,1389245	-0,261190028	-0,485986428	0,75838601		
out/06	1,512568824	-0,300394143	0,459074031	0,685694501		
nov/06	-0,037381596	0,766015453	0,251585638	0,531986392		

Continuação Tabela 5

dez/06	1,274968286	1,209312942	0,982639206	0,996182406		
jan/07	0,811587755	0,586854099	0,493497004	1,020661867		
fev/07	1,669767459	-0,059568129	0,057869772	0,739144743		
mar/07	1,911679541	0,295088228	-0,35978899	0,635550504		
abr/07	2,156504279	1,553321699	-0,44077744	0,846524798		
mai/07	3,808675203	0,546878104	0,3480419	1,505275908		
jun/07	2,309739901	0,412876947	0,239313463	0,722999927		
jul/07	3,150303525	0,193035501	0,422379908	0,638279265		
ago/07	-0,66354597	0,557441974	0,169363973	0,576758129		
set/07	2,373814122	1,52675668	-0,39958401	0,741182963		
out/07	2,697309774	1,646425071	0,192097472	1,496132607		
nov/07	2,794844746	2,373982588	0,560950537	1,529463304		
dez/07	1,796747795	1,171419298	0,3854348	2,010148888		
jan/08	0,140812946	0,880955952	-0,60131787	0,967714847		
fev/08	3,867375379	0,813623833	-1,26861194	0,770958942		
mar/08	1,1047206	2,250531011	-0,18696244	1,048455227		
abr/08	2,022100559	1,396060898	-1,77038896	1,959840906		
mai/08	1,149063047	0,669096545	-1,76115847	1,673320349		
jun/08	3,462724933	-0,180295436	-3,00474358	0,994597561		
jul/08	3,646412903	0,078872233	-1,47489242	0,798815868		
ago/08	1,306739805	-1,835372988	-0,04397115	1,012111105		
set/08	-6,420978326	-3,309492047	-1,38572455	-0,486302519		
out/08	-9,83482984	-7,106259516	-4,42983212	-2,043710938		
nov/08	-10,30647721	-4,952884227	-8,45531418	-4,306875809		
dez/08	-5,047414264	-0,92181918	-11,0893531	-3,170663903		
jan/09	-1,380322394	0,110391278	-1,54504291	-4,181668168		
fev/09	-0,669483253	-0,252926483	-1,71463628	-8,95281812		
mar/09	2,432048912	-1,463357938	-0,65581213	-7,798606876		
abr/09	2,285792147	1,12739235	-2,72925801	-3,485086969		
mai/09	6,280643692	3,491635368	0,625343468	3,064503885		
jun/09	5,310113525	1,908095039	5,885242182	5,581877956		
jul/09	5,696524818	2,036657088	2,455504208	3,859555096		
ago/09	3,13519559	0,324915416	2,896806639	3,090194851		
set/09	3,427901725	1,080340192	0,881559341	-0,059118304		
out/09	3,160139534	1,430916816	2,690700186	1,928849436		
nov/09	3,078950477	1,618721835	1,23032887	3,071197934		
dez/09	1,658239141	-0,637229227	2,276867479	3,825050257		
jan/10	-1,469844829	-2,064489434	0,737595179	0,538122948		
fev/10	-1,044358173	-3,51571326	1,391661675	-0,859219676		
mar/10	-0,313603753	-2,305649751	0,402117498	-0,394599366		
abr/10	2,966803487	-1,67722049	1,186703261	1,434789356		
mai/10	0,767049102	-3,247168539	1,334064839	1,931367219		

Continuação Tabela 5

jun/10	0,487605761	-3,257045315	-2,081658653	0,127692299		
jul/10	0,129730147	-0,786094941	-2,125114168	-1,348526787		
ago/10	2,153472632	0,692874962	-1,862884439	-0,37707654		
set/10	2,740852286	3,364934857	1,399815042	0,199299085		
out/10	2,014265118	1,903564622	2,069094743	1,407845503		
nov/10	1,453300284	0,750765349	1,887207015	-0,046861448		
dez/10	1,198035367	-1,029298351	1,091267375	0,096874033		
jan/11	1,323450384	-0,517355675	0,058700921	0,641699825		
fev/11	2,12822114	1,927246156	0,550556156	1,661883705		
mar/11	1,891118216	2,076909751	1,058964657	3,256407886		
abr/11	2,770568037	2,511238134	1,360353155	2,808187082		
mai/11	2,281949781	1,168756732	1,473007072	3,25264229		
jun/11	2,236549727	0,435158338	1,655943861	1,715123738		
jul/11	1,342584756	-1,517439311	1,118428133	1,401723134		
ago/11	1,050272707	0,006900777	0,842287131	0,429163281		
set/11	-4,487116382	-2,477196588	0,516466404	-0,492059726		
out/11	-1,360524635	-0,750658777	-2,920303842	-4,373874562		
nov/11	-3,092867665	-2,628849046	-1,32484696	-2,113842003		
dez/11	0,330399249	-1,630591562	-2,096211902	-2,069989152		
Média	0,9372334	0,122843226	0,210319008	0,684904806		
Desvio Padrão	3,212302252	1,862834284	1,929238089	2,072845235		

Fonte: IFS International Financial Statistic

Tabela 6 – Retornos das Bolsas Brasil, Alemanha, Coreia do Sul, Rússia, de Jan. 2000 / Dez. 2011

	Brasil	Alemanha	Coreia do Sul	Rússia
Data	Var. % IBOVESPA	Var. DAX %	Var.% KOSPI	Var. % RTS
abr/00	-2,083309889	0,203480726		
mai/00	-6,125579518	-3,789541389		
jun/00	-3,583278372	-3,309372051		
jul/00	2,521355337	-0,273344488		
ago/00	5,133090178	-0,844488414		
set/00	-2,092477866	-3,14034771		
out/00	-5,464603933	-4,389270612		
nov/00	-10,88261804	-4,764435783		
dez/00	-3,535439705	0,159196398		
jan/01	5,453901025	2,704229328		
fev/01	4,503916512	0,920405148		
mar/01	-4,266474185	-4,641588703		
abr/01	-9,530279222	-4,384419931	9,456154155	
mai/01	-7,37524508	-3,336353433	-0,001314771	
jun/01	-2,058242328	-0,072353548	4,496723109	
jul/01	-5,566210137	-2,699157772	-1,442818845	
ago/01	-6,336494812	-2,853528576	-3,629282953	
set/01	-14,186248	-8,014048592	-6,909525406	
out/01	-10,10296066	-7,303596487	-0,098004798	
nov/01	1,122504116	-2,430646594	6,695136317	
dez/01	14,42600013	4,9121043	12,09900528	
jan/02	6,854884404	2,20501737	10,66989014	
fev/02	4,223811428	-0,602384086	7,023158755	
mar/02	-1,061807616	1,20885622	8,895436821	
abr/02	1,827648778	0,961991751	4,452992039	
mai/02	-4,601696612	1,202365341	1,447310694	
jun/02	-10,89580698	-2,446822291	-2,976901388	
jul/02	-17,47461405	-6,856874591	-2,718824898	
ago/02	-14,85391009	-6,968013571	-1,85689596	
set/02	-16,25319597	-14,0979713	-4,869754384	
out/02	-3,168118222	-5,098224739	-3,773086392	
nov/02	-4,916542376	-3,7387623	-0,658865751	
dez/02	12,09777466	3,319034553	0,051459687	
jan/03	3,962690085	-1,461068099	-1,719087192	
fev/03	-0,534366615	-5,911351222	-7,055184769	
mar/03	2,047680598	-4,48702512	-6,634138924	
abr/03	13,19092039	3,621588553	-0,816767641	
mai/03	15,98324255	9,0038231	2,851369424	
jun/03	9,219679086	11,00806748	9,258676674	6,702402925

Continuação Tabela 6

jul/03	2,090843825	6,418958126	6,998481103	1,49008469
ago/03	4,307372975	2,523581516	7,019536199	1,599992441
set/03	6,670870992	1,002537028	2,482520566	5,728849937
out/03	11,55083252	2,609806572	3,227303471	5,203688122
nov/03	10,10446688	5,782374361	0,959744892	6,41167688
dez/03	12,06052611	9,67717634	3,641910609	0,641476349
jan/04	5,516681063	5,652257332	2,917592107	2,542824872
fev/04	2,544017068	3,420228639	4,370690829	5,684366186
mar/04	-0,520786539	-1,953997566	4,016299489	10,2586758
abr/04	-3,706998844	-1,799277191	0,501150638	8,013037848
mai/04	-5,583892442	-1,29684315	-2,928769762	0,894977117
jun/04	-3,901643911	1,482472324	-3,729794223	-6,379828275
jul/04	3,268184041	-0,49143232	-4,984857521	-10,82812094
ago/04	7,458884912	-1,511223345	0,50938524	-3,284993701
set/04	6,176910403	-0,671773124	2,275275952	3,534689703
out/04	3,29521972	2,511508333	5,574038208	7,491404925
nov/04	6,109343424	6,233076808	6,525848827	3,598097952
dez/04	6,874225411	6,292204459	5,959772737	0,769988774
jan/05	4,114231423	3,074844182	6,736853836	-0,601664041
fev/05	5,716683005	1,675256546	6,329473026	5,29647787
mar/05	0,192429914	-0,931930076	2,796081088	2,673086095
abr/05	2,321200619	-0,730912385	0,011117639	1,970311874
mai/05	-0,600301773	-1,586937709	-1,241432096	-2,991871929
jun/05	2,343738649	-0,555635126	1,467453251	0,523390762
jul/05	2,586824917	2,956853005	6,070648523	4,320262505
ago/05	3,621802565	2,282398411	2,733962415	9,617105384
set/05	9,341552963	3,046870985	6,181988646	13,23892805
out/05	7,173821898	0,094995431	0,867687111	5,075348439
nov/05	7,147050825	1,256281237	6,02672316	5,251725457
dez/05	1,369182543	1,689416974	5,219648569	3,668724565
jan/06	9,765123596	5,156317252	8,864415708	13,84454164
fev/06	7,713703258	3,979131587	4,03119256	12,82955576
mar/06	6,024126993	4,201134745	0,746833279	9,2302816
abr/06	3,304063816	3,138750149	1,402501241	9,305706572
mai/06	-4,333669545	2,045755457	-0,57783146	1,5608799
jun/06	-1,316298088	-0,004495214	-1,038098682	2,199861221
jul/06	-4,340147049	-1,269745893	-3,291230029	-1,718791621
ago/06	2,571699082	0,938141552	0,466378215	3,944081285
set/06	0,242985195	1,709670082	2,481205012	1,380078929
out/06	2,835002137	3,14864854	1,977805177	1,368489103
nov/06	4,351291966	3,455935091	3,030440651	3,729939238

Continuação Tabela 6

dez/06	7,510754543	4,548865736	2,077713469	8,139293821		
jan/07	4,508678457	3,345675208	0,010540966	4,56602894		
fev/07	2,547448056	2,106231269	-0,654370103	1,680736615		
mar/07	2,388414402	1,988109911	0,037320024	0,691175377		
abr/07	4,897696473	4,781351001	4,748388267	2,395772644		
mai/07	9,779134424	6,154340049	6,757405362	-1,05943062		
jun/07	7,595948701	5,357692378	6,6862538	-0,439853642		
jul/07	5,97763142	1,002622307	8,095281741	1,609743274		
ago/07	0,304829338	-0,430437821	2,823451057	2,809242275		
set/07	5,846425365	1,051056888	3,900833934	4,208808216		
out/07	9,42026091	3,716859799	2,926361658	5,103762553		
nov/07	6,583389182	3,462505149	0,898107894	6,452148973		
dez/07	3,116187804	2,122472662	-1,4291063	3,890603039		
jan/08	-3,466623697	-3,98191834	-8,732282009	-4,385928576		
fev/08	3,774912099	-4,105399091	-3,870193183	-1,88141769		
mar/08	-1,06058019	-4,776590093	-5,455543305	-2,301320295		
abr/08	5,91668278	1,983038786	1,989819492	4,647672956		
mai/08	5,361443397	2,457444723	-0,567567556	6,701905866		
jun/08	4,646378018	-0,669798537	-2,116131269	3,922563511		
jul/08	-1,401291272	-2,140295081	-4,683233562	-1,980182223		
ago/08	-7,972922553	-4,937589589	-8,688497235	-12,81267281		
set/08	-13,40818882	-5,986366512	-8,485765293	-20,30831069		
out/08	-20,932327	-13,43937985	-16,36587824	-27,89817516		
nov/08	-23,43853592	-14,56752036	-18,295246	-30,10752776		
dez/08	-15,67399924	-7,971267949	-11,42426226	-26,22666293		
jan/09	-0,699192599	-4,226900415	-2,011973341	-18,18070931		
fev/09	-0,239307243	-5,950215216	-1,00148633	-14,21878778		
mar/09	4,503741531	-7,352615513	-0,747357335	-2,232973174		
abr/09	8,505859042	4,865116959	6,869339731	19,61057177		
mai/09	18,53563509	12,66304128	15,25756694	32,74571886		
jun/09	12,2381005	7,262757334	6,895873261	14,23586418		
jul/09	10,01763132	6,007574451	7,498141524	8,276949452		
ago/09	4,559426707	3,913130387	5,302110126	-1,659484132		
set/09	9,227378859	6,838308262	9,001949116	10,2190192		
out/09	6,610390843	2,011016301	1,552933428	12,75376807		
nov/09	8,314181688	2,705978976	1,344971227	11,38270979		
dez/09	4,699829356	1,098382739	0,830330992	4,466368294		
jan/10	-0,053837185	-0,72222401	1,686961702	1,418005937		
fev/10	-1,966304924	-3,437252559	1,057926405	-0,708635643		
mar/10	-0,17337273	-1,198967931	1,31215874	3,825444926		
abr/10	3,41988512	1,418134702	4,124723855	3,560582		
mai/10	-1,585943179	-0,876449455	-1,053816938	-0,5733142		
jun/10	-4,873898844	-4,084146675	-2,123759735	-6,86313269		

Continuação Tabela 6

jul/10	-0,703637463	-0,699894349	-1,847163139	-3,298549516		
ago/10	2,477067172	0,558866783	3,221778788	0,466388798		
set/10	6,425169951	5,170400717	5,441428103	4,756059501		
out/10	2,794620353	4,736669049	4,12953855	1,759177385		
nov/10	1,818511343	4,691667378	3,771249894	3,357358832		
dez/10	0,310522566	2,583944759	3,018095742	5,708595336		
jan/11	-1,509309838	2,009258565	3,643673578	6,971405927		
fev/11	1,108836949	4,958342957	1,391286182	9,997165944		
mar/11	0,686827702	2,83946762	2,109071517	7,195908302		
abr/11	1,67619258	4,960583687	3,414765793	5,401140572		
mai/11	-0,029474327	1,381483287	4,646072663	-0,308774201		
jun/11	-1,813270256	2,075957054	0,772077151	-1,53958599		
jul/11	-3,405595714	-2,964421709	-0,300038853	-1,292605832		
ago/11	-4,237667098	-6,800954106	-3,832665904	-4,18140621		
set/11	-9,82745992	-11,05603706	-7,822259013	-13,43917005		
out/11	-2,806997313	-6,192724475	-5,646350369	-11,12898135		
nov/11	-3,87809366	-0,775425121	-2,974337189	-6,410001048		
dez/11	2,026836389	0,836839903	2,398095125	0,809167447		

Fontes: [bmfbovespa.com.br] / [deutsche-boerse.com] / [rts.ru/em] / [eng.krx.co.kr]